

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

23 mars 2012

**Examen des circonstances qui ont contraint
au démantèlement de la Dexia SA**

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION SPÉCIALE
CHARGÉE D'EXAMINER LES CIRCONSTANCES
QUI ONT CONTRAINT AU DÉMANTÈLEMENT
DE LA DEXIA SA
PAR
MMES **Christiane VIENNE**
ET **Gwendolyn RUTTEN**
ET M. **Kristof WATERSCHOOT**

SOMMAIRE

Page

I. Généralités	3
II. Constatations.....	36
III. Recommandations de la commission spéciale.....	408
IV. Votes.....	421

Document précédent:

Doc 53 **1862/ (2011/2012):**
001: Texte adopté en séance plénière.

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

23 maart 2012

**Onderzoek van de omstandigheden die tot de
ontmanteling van de NV Dexia hebben geleid**

VERSLAG

NAMENS DE BIJZONDERE COMMISSIE
DIE ERMEE WORDT BELAST DE OMSTANDIGHEDEN
TE ONDERZOEKEN DIE HEBBEN GELEID
TOT DE ONTMANTELING VAN DE NV DEXIA
UITGEBRACHT DOOR
DE DAMES **Christiane VIENNE**
EN **Gwendolyn RUTTEN**
EN DE HEER **Kristof WATERSCHOOT**

INHOUD

Blz.

I. Algemeen	3
II. Vaststellingen	36
III. Aanbevelingen van de bijzondere commissie.....	408
IV. Stemmingen	421

Voorgaand document:

Doc 53 **1862/ (2011/2012):**
001: Tekst aangenomen in plenaire vergadering.

3950

**Composition de la commission à la date de dépôt du rapport/
Samenstelling van de commissie op de datum van indiening van het verslag**

Président/Voorzitter: Marie-Christine Marghem

A. — Titulaires / Vaste leden:

N-VA Peter Dedecker, Jan Jambon, Veerle Wouters
PS Laurent Devin, Yvan Mayeur, Christiane Vienne
MR Philippe Goffin, Marie-Christine Marghem
CD&V Raf Terwingen, Kristof Waterschoot
sp.a Dirk Van der Maelen
Ecolo-Groen Georges Gilkinet
Open Vld Gwendolyn Rutten
VB Bruno Valkeniers
cdH Joseph George

B. — Suppléants / Plaatsvervangers:

Siegfried Bracke, Steven Vandeput, Bert Wollants
Guy Coëme, Karin Lalieux, Alain Mathot
David Clarinval, Katrin Jadin
Jef Van den Bergh, Stefaan Vercamer
Bruno Tuybens
Meyrem Almaci
Patrick Dewael
Hagen Goyvaerts
Georges Dallemagne

C. — Membres sans voix délibérative / Niet-stemgerechtigde leden:

LDD Jean Marie Dedecker
FDF Damien Thiéry

N-VA	:	<i>Nieuw-Vlaamse Alliantie</i>
PS	:	<i>Parti Socialiste</i>
MR	:	<i>Mouvement Réformateur</i>
CD&V	:	<i>Christen-Democratisch en Vlaams</i>
sp.a	:	<i>socialistische partij anders</i>
Ecolo-Groen	:	<i>Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen</i>
Open Vld	:	<i>Open Vlaamse liberalen en democraten</i>
VB	:	<i>Vlaams Belang</i>
cdH	:	<i>centre démocrate Humaniste</i>
FDF	:	<i>Fédéralistes Démocrates Francophones</i>
LDD	:	<i>Lijst Dedecker</i>
MLD	:	<i>Mouvement pour la Liberté et la Démocratie</i>

<i>Abréviations dans la numérotation des publications:</i>		<i>Afkortingen bij de nummering van de publicaties:</i>	
DOC 53 0000/000:	<i>Document parlementaire de la 53^e législature, suivi du n° de base et du n° consécutif</i>	DOC 53 0000/000:	<i>Parlementair document van de 53^e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer</i>
QRVA:	<i>Questions et Réponses écrites</i>	QRVA:	<i>Schriftelijke Vragen en Antwoorden</i>
CRIV:	<i>Version Provisoire du Compte Rendu intégral (couverture verte)</i>	CRIV:	<i>Voorlopige versie van het Integraal Verslag (groene kaft)</i>
CRABV:	<i>Compte Rendu Analytique (couverture bleue)</i>	CRABV:	<i>Beknopt Verslag (blauwe kaft)</i>
CRIV:	<i>Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes) (PLEN: couverture blanche; COM: couverture saumon)</i>	CRIV:	<i>Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaald beknopt verslag van de toespraken (met de bijlagen) (PLEN: witte kaft; COM: zalmkleurige kaft)</i>
PLEN:	<i>Séance plénière</i>	PLEN:	<i>Plenum</i>
COM:	<i>Réunion de commission</i>	COM:	<i>Commissievergadering</i>
MOT:	<i>Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)</i>	MOT:	<i>Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)</i>

<i>Publications officielles éditées par la Chambre des représentants</i>		<i>Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers</i>	
<i>Commandes: Place de la Nation 2 1008 Bruxelles Tél. : 02/ 549 81 60 Fax : 02/549 82 74 www.lachambre.be e-mail : publications@lachambre.be</i>		<i>Bestellingen: Natieplein 2 1008 Brussel Tel. : 02/ 549 81 60 Fax : 02/549 82 74 www.dekamer.be e-mail : publicaties@dekamer.be</i>	

MESDAMES, MESSIEURS,

Vous trouverez ci-après un aperçu des travaux de la commission spéciale, le rapport des experts, les constatations et les recommandations.

PARTIE I^{RE}

I. — GÉNÉRALITÉS

Sommaire

1. Institution de la commission spéciale
2. Mission
3. Composition
4. Fonctionnement
5. Experts
6. Travaux — auditions
7. Documents demandés par la commission

1. Institution de la commission spéciale

a. Institution

Eu égard à la nécessaire intervention des pouvoirs publics pour sauver Dexia pour la deuxième fois en trois ans, l'assemblée plénière a adopté, le 27 octobre 2011, une proposition visant à instituer la commission spéciale chargée d'examiner les circonstances qui ont contraint au démantèlement de Dexia, conformément à l'article 21, alinéa 2, du règlement de la Chambre (CRIV 53 PLEN 052 et DOC 53 1862/001).

La proposition visant à instituer la commission spéciale a été directement déposée auprès du président de la Chambre par Mme Catherine Fonck, MM. Daniel Bacquelaine et Servais Verherstraeten, Mme Christiane Vienne et M. Patrick Dewael. La proposition a été immédiatement débattue en séance plénière de la Chambre, sans avoir été examinée préalablement en commission permanente.

DAMES EN HEREN,

Hierna volgt een overzicht van de werkzaamheden van de bijzondere commissie, het verslag van de experts, de vaststellingen en de aanbevelingen.

DEEL I

I. — ALGEMEEN

Inhoudsopgave

1. Instelling van de bijzondere commissie
2. Opdracht
3. Samenstelling
4. Werking
5. Experts
6. Werkzaamheden — hoorzittingen
7. De door de commissie gevraagde documenten

1. Instelling van de bijzondere commissie

a. Oprichting

Op 27 oktober 2011 nam de plenaire vergadering, gezien het feit dat Dexia voor een tweede maal in drie jaar door de overheid moest worden gered, een voorstel aan tot oprichting van de bijzondere commissie die ermee wordt belast de omstandigheden te onderzoeken die hebben geleid tot de ontmanteling van Dexia overeenkomstig artikel 21, tweede lid van het Reglement van de Kamer (CRIV 53 PLEN 052 en DOC 53 1862/001).

Het voorstel tot oprichting van de bijzondere commissie werd rechtstreeks bij de voorzitter van de Kamer ingediend door mevrouw Catherine Fonck, de heren Daniel Bacquelaine, Servais Verherstraeten, mevrouw Christiane Vienne en de heer Patrick Dewael. Het voorstel werd onmiddellijk in de plenaire vergadering van de Kamer besproken zonder voorafgaande behandeling in een vaste commissie.

b. Limitations des possibilités d'action des commissions spéciales

Plusieurs membres de la commission ont attiré l'attention sur deux problèmes pouvant se poser dans le cadre des travaux de toute commission spéciale:

- l'accès aux documents;
- le secret professionnel.

1. Les membres ont souhaité avoir accès à tous les documents pertinents. Il est cependant ressorti de la correspondance échangée avec les responsables du holding et des institutions que ce n'était pas possible. La BNB et la FSMA ont souligné, à ce propos, que la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006, transposée en droit belge, concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, ne leur permettait pas de leur accorder l'accès à ces documents.

Afin de concilier le besoin d'information d'une commission parlementaire avec certaines obligations en termes de confidentialité, il a également été choisi, dans le cas présent (cf. la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, décembre 2008 – avril 2009), de demander aux experts désignés par la commission de prendre connaissance, dans des conditions de confidentialité et de commun accord avec les instances concernées (institutions bancaires privées et autorités de contrôle), de certaines données confidentielles. Dans le cadre de ces accords, lesdites instances ne peuvent évidemment pas être déchargées de leur obligation d'observer le secret professionnel au sens strict.

Cette méthode a permis aux experts de disposer des informations nécessaires en ce qui concerne la mission qui leur avait été confiée par la commission. Ils ont ensuite fait rapport à ce sujet aux membres de la commission sous une forme qui ne permettait pas d'identifier en tant que telles les informations confidentielles sous-jacentes.

Certains membres ont fait remarquer qu'aux Pays-Bas (cf. la commission temporaire d'examen du système financier des Pays-Bas sous la présidence de M. De Wit), la transposition de la directive précitée n'a manifestement pas empêché les parlementaires de consulter eux-mêmes les documents.

2. Certains invités ont indiqué qu'ils sont tenus par leur secret professionnel. Plusieurs membres le déplorent et font observer que dans le cadre d'une commission d'enquête cela ne poserait pas problème.

b. Beperkingen van de mogelijkheden van een bijzondere commissie:

Verschillende leden van de commissie hebben gewezen op twee problemen in het kader van de werkzaamheden van een bijzondere commissie

- De toegang tot de documenten;
- Het beroepsgeheim.

1. De leden wensten toegang te krijgen tot alle relevante documenten. Uit briefwisseling met de verantwoordelijken van de holding en instellingen, bleek dat dit niet mogelijk was. De NBB en de FSMA wezen er in dit verband op de in Belgisch recht omgezette richtlijn 2006/48/EG van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, hen niet toeliet om toegang te verschaffen tot de documenten.

Om in staat te zijn om de noodzakelijke voorlichting van een parlementaire commissie te verzoenen met bepaalde verplichtingen inzake vertrouwelijkheid werd ook in dit geval geopteerd (cfr. de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, december 2008 — april 2009) om de door de commissie aangestelde experts opdracht te geven onder voorwaarden van vertrouwelijkheid en in gemeen overleg met de betrokken instanties (privébankinstellingen en toezichthoudende overheden), kennis te nemen van vertrouwelijke gegevens. In het kader van dergelijke overeenkomsten kunnen de betrokken instanties uiteraard niet worden ontslagen van hun plicht tot inachtneming van het beroepsgeheim in de strikte zin.

Deze werkwijze liet de experts toe om over de nodige informatie te beschikken met betrekking tot de hen door de commissie gegeven opdracht. Nadien brachten ze hierover verslag uit aan de leden van de commissie in de vorm die niet toeliet de onderliggende vertrouwelijke informatie als dusdanig te identificeren.

Sommige leden merkten op dat de omzetting van de bovenvermelde richtlijn in Nederland (cfr. de Nederlandse Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, onder het voorzitterschap van de heer De Wit) het blijkbaar wel mogelijk maakte voor de parlementsleden om zelf de documenten te raadplegen.

2. Sommige genodigden hebben aangegeven dat ze gebonden zijn door hun beroepsgeheim. Verschillende leden betreuren dit en merken op dat dit in het kader van een onderzoekscommissie geen probleem zou zijn.

Dans une commission d'enquête, la personne liée par un secret professionnelle a le choix entre deux possibilités:

1° ou refuser de répondre à certaines questions (en invoquant son secret professionnel)

2° ou considérer en âme et conscience qu'elle peut renoncer à son secret professionnel. Dans ce cas, l'article 458 du Code pénal ne pourrait pas être invoqué à son encontre.

Ce n'est pas le cas dans le cadre de la commission spéciale.

2. Mission

La commission spéciale avait pour mission d'examiner les circonstances qui ont contraint à la constitution du groupe Dexia. Il convenait également d'examiner les stratégies qui ont été mises en place à l'époque de la fusion du Crédit Communal Belgique et du Crédit local de France.

En outre, la commission devait établir les circonstances qui avaient obligé l'État belge à procéder à un premier sauvetage de Dexia SA en 2008.

La stratégie appliquée par Dexia SA et par les autorités publiques après ce sauvetage afin de renforcer le groupe et d'assurer sa viabilité a également été examinée.

La commission était chargée d'examiner les conditions imposées par la Commission européenne au sauvetage de Dexia et d'évaluer la prise en compte de ces obligations et leurs effets sur les activités du groupe.

Il a par ailleurs été demandé à la commission d'évaluer la méthode et les résultats des stresstests réalisés pendant l'été 2011 et d'établir les circonstances qui ont contraint au démantèlement de la Dexia SA en octobre 2011, à une nouvelle intervention de l'État belge et à la liquidation du Holding Communal. Elle a également été invitée à examiner les opérations de contrôle opérées par les régulateurs belge et européen depuis 2008 et les suites apportées par Dexia SA.

La commission devait en outre examiner la coopération entre les régulateurs nationaux et le régulateur

In een onderzoekscommissie heeft de persoon die gebonden is door een beroepsgeheim de keuze tussen:

1° ofwel weigeren om te antwoorden op sommige vragen (door zijn beroepsgeheim in te roepen)

2° ofwel in eer en geweten oordelen dat hij kan afzien van zijn beroepsgeheim. In dit geval zou artikel 458 van het strafwetboek niet tegen hem kunnen worden ingeroepen.

Dit is niet het geval in de bijzondere commissie.

2. Opdracht

De opdracht van de bijzondere commissie bestond erin om de omstandigheden te onderzoeken die tot de oprichting van de Dexia-groep, hebben geleid. Ook de strategieën die werden uitgestippeld bij de fusie van het Gemeentekrediet België en Crédit local de France moesten worden nagegaan.

Verder moest de commissie de omstandigheden blootleggen die de Belgische Staat er in 2008 toe hebben genoodzaakt de NV Dexia een eerste maal te redden.

Ook de strategie die de NV Dexia en de overheidsinstanties na die redding hebben gevolgd, om de groep sterker en leefbaar te maken werd onderzocht.

De commissie had de opdracht de voorwaarden die de Europese Commissie met betrekking tot de redding van Dexia had gesteld te onderzoeken en na te gaan in hoeverre die verplichtingen werden nagekomen en welke effecten ze hadden op de activiteiten van de groep.

Verder werd de commissie gevraagd de methode en de resultaten van de in de zomer van 2011 uitgevoerde stresstests te evalueren evenals de omstandigheden na te gaan die in oktober 2011 hebben geleid tot de ontmanteling van de NV Dexia, alsook tot een nieuwe interventie van de Belgische Staat en tot de vereffening van de Gemeentelijke Holding. Tevens werd haar gevraagd het sinds 2008 door de Belgische en Europese regulatoren uitgevoerde toezicht te onderzoeken, evenals het gevolg dat de NV Dexia aan de bevindingen van dat toezicht heeft gegeven;

De commissie moest daarnaast ook de samenwerking tussen de nationale regulatoren en de Europese

européen, entre les régulateurs français et belge, et entre les régulateurs belges.

La commission a également été chargée d'examiner en parallèle les informations transmises aux actionnaires relatives à la situation du groupe et de ses différentes composantes.

Elle devait formuler, le cas échéant, des recommandations et déposer un rapport, dont les conclusions et, le cas échéant, les recommandations, seraient, après un débat en séance plénière, soumises au vote dans les trois mois suivant sa création.

3. Composition

La commission est composée de 15 membres effectifs et d'autant de suppléants, désignés par la Chambre des représentants parmi ses membres, suivant les règles de la représentation proportionnelle des groupes politiques. Les autres groupes politiques reconnus pouvaient chacun désigner un membre autorisé à participer, sans droit de vote, aux travaux de la commission spéciale.

La commission est composée des membres effectifs suivants: MM. Peter Dedecker et Jan Jambon et Mme Veerle Wouters pour le groupe N-VA, MM. Laurent Devin et Yvan Mayeur et Mme Christiane Vienne pour le groupe PS, M. Philippe Goffin et Mme Marie Christine Marghem pour le groupe MR, M. Kristof Waterschoot (qui a remplacé M. Hendrik Bogaert le 11 décembre 2011 en qualité de membre effectif) et M. Raf Terwingen pour le groupe CD&V, M. Dirk Van der Maelen pour le groupe sp.a, M. Georges Gilkinet pour le groupe Ecolo-Groen, Mme Gwendolyn Rutten pour le groupe Open Vld, M. Bruno Valkeniers pour le groupe VB et M. Joseph George pour le groupe cdH.

Le 27 octobre, la commission a été installée en réunion publique par M. André Flahaut, président de la Chambre des représentants. Au cours de cette première réunion, la commission a procédé à la nomination de son bureau et de ses rapporteurs:

- présidente: Mme Marie Christine Marghem;
- premier vice-président: M. Jan Jambon;
- deuxième vice-président: M. Joseph George;
- rapporteurs: Mme Christiane Vienne, M. Kristof Waterschoot, qui a remplacé M. Hendrik Bogaert

regulator, tussen de Franse en de Belgische regulatoren, alsook tussen de Belgische regulatoren onderling onderzoeken.

De commissie had ook de opdracht om parallel daarmee de informatie te onderzoeken die aan de aandeelhouders werd bezorgd met betrekking tot de toestand van de groep en de verschillende componenten ervan.

Zij moest zo nodig aanbevelingen formuleren en een verslag indienen, waarvan de conclusies en de eventuele aanbevelingen na bespreking in plenaire vergadering ter stemming zullen worden voorgelegd en dit binnen drie maanden na haar oprichting.

3. Samenstelling

De commissie is samengesteld uit 15 vaste leden en evenveel plaatsvervangers die de Kamer onder haar leden aanwijst volgens de regels van de evenredige vertegenwoordiging van politieke fracties. De overige politieke fracties konden elk één lid aanwijzen dat, zonder stemrecht, aan de werkzaamheden van de bijzondere commissie deelneemt.

De commissie is samengesteld uit de volgende effectieve leden: de heren Peter Dedecker, Jan Jambon en mevrouw Veerle Wouters voor de N-VA-fractie, de heren Laurent Devin, Yvan Mayeur en mevrouw Christiane Vienne voor de PS-fractie, de heer Philippe Goffin en mevrouw Marie Christine Marghem voor de MR-fractie, de heer Kristof Waterschoot (die op 11 december 2011 de heer Hendrik Bogaert als effectief lid verving) en de heer Raf Terwingen voor de CD&V-fractie, de heer Dirk Van der Maelen voor de sp.a-fractie, de heer Georges Gilkinet voor de Ecolo-Groen-fractie, mevrouw Gwendolyn Rutten voor de Open Vld-fractie de heer Bruno Valkeniers voor de VB-fractie en de heer Joseph George voor de cdH-fractie.

Op 27 oktober werd de commissie in openbare vergadering geïnstalleerd door de heer André Flahaut, voorzitter van de Kamer van volksvertegenwoordigers. Tijdens de eerste vergadering ging de commissie over tot de benoeming van haar bureau en rapporteurs:

- voorzitter: mevrouw Marie Christine Marghem;
- eerste ondervoorzitter: de heer Jan Jambon;
- tweede ondervoorzitter: de heer Joseph George;
- rapporteurs: mevrouw Christiane Vienne, de heer Kristof Waterschoot die de heer Hendrik Bogaert verving

lorsque celui-ci est a été nommé secrétaire d'État, Mme Gwendolyn Rutten et M. Georges Gilkinet.

Au cours de sa réunion du 9 février 2012, la commission a mené une discussion concernant les mesures à prendre éventuellement à la suite de fuites dans la presse. En conclusion de ce débat, la commission a décidé par 9 voix contre 5 et une abstention que M. Gilkinet ne serait plus rapporteur.

4. Fonctionnement

Conformément à la mission dont elle a été chargée par la Chambre, la commission devait veiller, dans l'exercice de ses missions, à la protection de ses sources, ainsi qu'à la prise en compte des intérêts stratégiques et économiques du secteur bancaire. La commission pouvait entendre les personnes et demander les documents qu'elle jugeait nécessaires. Elle pouvait également faire appel à des experts.

Les réunions de la commission étaient en principe publiques. Toutefois, la commission pouvait, d'initiative, ou à la demande des personnes invitées, recourir au huis clos.

Le texte relatif à la création de la commission prévoit également que la commission fixe toutes les règles de fonctionnement sans porter atteinte au règlement de la Chambre.

Le 16 novembre 2011, la commission a adopté son règlement d'ordre intérieur. Ce dernier précise ses règles de fonctionnement. Outre les dispositions précitées concernant notamment la mission, le fonctionnement et la composition de la commission, ce règlement prévoit des dispositions spécifiques concernant, en particulier, la garantie de la confidentialité, le mode de délibération, l'inscription au procès-verbal, l'établissement des rapports et la désignation d'experts.

— En principe, les réunions de la commission sont publiques. Toutefois, celle-ci peut décider de recourir au huis clos, de sa propre initiative ou à la demande des personnes invitées.

— Même lorsque la commission se réunit à huis clos, un collaborateur par groupe politique de la Chambre des représentants représenté au sein de la commission peut assister aux réunions. Le collaborateur ne peut entrer en réunion que si un membre de son groupe est présent. Le nom et la qualité du collaborateur doivent être communiqués au président de la commission. Les

na diens benoeming als staatssecretaris, mevrouw Gwendolyn Rutten en de heer Georges Gilkinet.

Tijdens haar vergadering van 9 februari 2012 heeft de commissie een bespreking gevoerd over de eventueel te nemen maatregelen na lekken in de pers. Tot slot van dit debat heeft de commissie met 9 tegen 5 stemmen en 1 onthouding beslist dat de heer Gilkinet geen rapporteur meer zou zijn.

4. Werking

Bij de uitoefening van haar taken diende de commissie, overeenkomstig haar door de Kamer gegeven opdracht te waken over de geheimhouding van haar bronnen en diende zij rekening te houden met de strategische en de economische belangen van de banksector. Ze kon de personen horen en de documenten opvragen die zij nodig acht. De commissie kon ook een beroep doen op experts.

De vergaderingen van de commissie waren in beginsel openbaar: de commissie kon evenwel op eigen initiatief of op verzoek van de genodigde personen vergaderen met gesloten deuren.

De oprichtingstekst bevat ook een bepaling volgens de welke de commissie alle werkingsregels vaststelt zonder afbreuk te doen aan het reglement van de Kamer.

De commissie nam haar huishoudelijk reglement waarin haar werkingsregels verder werden gepreciseerd aan op 16 november 2011. Dit reglement bevat naast een aantal reeds vernoemde bepalingen onder meer in verband met de opdracht, de werking en de samenstelling van de commissie, een aantal specifieke bepalingen meer in het bijzonder betreffende het waarborgen van de vertrouwelijkheid, de wijze van beraadslaging, de notulering, de verslaggeving en de aanstelling van experts.

— De commissievergaderingen zijn in principe openbaar, maar de commissie kan op eigen initiatief of op verzoek van de genodigde personen met gesloten deuren vergaderen.

— Zelfs wanneer de commissie met gesloten deuren vergadert mag één medewerker per politieke fractie van de Kamer van volksvertegenwoordigers die in de commissie vertegenwoordigd is, deelnemen aan de vergaderingen. De medewerker mag de vergadering alleen bijwonen wanneer een lid van zijn fractie aanwezig is. De naam en de hoedanigheid van de medewerker

collaborateurs ne peuvent prendre part à la discussion. Ils sont tenus à la même obligation de secret que les membres.

— Il est interdit aux membres de la commission, ainsi qu'aux personnes qui, à quelque titre que ce soit, l'assistent ou participent à ses travaux, de divulguer des informations communiquées lors des réunions à huis clos de la commission.

— Toute personne qui violerait le secret imposé à l'alinéa précédent peut se voir exclue définitivement des travaux de la commission par le président de son assemblée.

— À tout moment, lors de l'exécution de sa mission, la commission peut évaluer son fonctionnement et son statut. Il est examiné à cet égard dans quelle mesure les travaux peuvent éventuellement être poursuivis par une commission d'enquête parlementaire, instituée conformément à la loi du 3 mai 1880 sur les enquêtes parlementaires.

— La commission se réunit valablement quel que soit le nombre de membres présents. La commission ne peut prendre de décision qu'autant que la majorité de ses membres se trouve réunie. Toute décision est prise à la majorité des suffrages, les abstentions non comptées.

— Les réunions font l'objet d'un compte rendu intégral établi dans la langue de l'intervenant, sauf si la commission en décide autrement. Les membres doivent garder le secret des comptes rendus intégraux des réunions à huis clos, sous peine de la sanction visée à l'article 8, deuxième alinéa, du règlement d'ordre intérieur.

— Quand une personne a été entendue à huis clos, le compte rendu est déposé au secrétariat de la commission, où il peut être consulté par les membres de la commission, sans déplacement.

— La commission nomme quatre rapporteurs.

— Le projet de rapport est soumis à l'approbation de la commission.

— Elle peut faire appel à des experts. Au moment d'accepter son mandat, chaque expert signe une déclaration par laquelle il reconnaît que les droits intellectuels découlant de la mission pour laquelle il a été engagé sont la propriété de la Chambre des représentants. À l'expiration de son mandat, chaque expert signe une

moeten aan de voorzitter van de commissie worden meegedeeld. De medewerkers mogen niet deelnemen aan de bespreking. Voor hen geldt dezelfde geheimhoudingsplicht als voor de leden.

— Het is de leden van de commissie alsmede de personen die haar, in welke hoedanigheid ook, bijstaan of aan haar werkzaamheden deelnemen, verboden de informatie te verspreiden die in de commissievergaderingen met gesloten deuren wordt meegedeeld.

— Elkeen die de bij het vorige lid opgelegde geheimhoudingsplicht schendt, kan door de voorzitter van de Kamer definitief van de commissiewerkzaamheden worden uitgesloten.

— Op eender welk ogenblik tijdens de uitvoering van haar opdracht kan de commissie haar werking en statuut evalueren. Bij die gelegenheid wordt nagegaan in welke mate de werkzaamheden eventueel moeten worden voortgezet door een parlementaire onderzoekscommissie die wordt opgericht overeenkomstig de wet van 3 mei 1880, op het parlementair onderzoek.

— De commissie komt rechtsgeldig bijeen, ongeacht het aantal aanwezige leden. De commissie kan geen beslissing nemen indien niet de meerderheid van de leden aanwezig is. Iedere beslissing wordt genomen bij meerderheid van de stemmen, de onthoudingen buiten beschouwing gelaten.

— Van de vergaderingen wordt een integraal verslag opgesteld in de taal van de spreker, behalve indien de commissie daar anders over beslist. De leden moeten de geheimhouding bewaren van integrale verslagen van vergaderingen met gesloten deuren, op straffe van de in artikel 8, tweede lid, van het huishoudelijk reglement, vermelde sanctie.

— Wanneer een persoon tijdens een vergadering met gesloten deuren werd gehoord, wordt het verslag in bewaring gegeven bij het commissiesecretariaat, waar het ter plaatse kan worden geraadpleegd door de commissieleden.

— De commissie wijst vier rapporteurs aan.

— Het ontwerpverslag wordt de commissie ter goedkeuring voorgelegd.

— Zij kan een beroep doen op experts. Bij het aanvaarden van zijn mandaat ondertekent elke expert een verklaring waarin hij erkent dat de intellectuele rechten die voortvloeien uit de taak waarvoor hij werd aangesteld, eigendom zijn van de Kamer van volksvertegenwoordigers. Na het verstrijken van zijn mandaat

déclaration par laquelle il certifie qu'il a restitué au président de la commission tous les documents et toutes les données informatisées mis à sa disposition dans le cadre de sa mission. Les experts sont tenus à la même obligation de secret que les membres de la commission.

5. Experts

Dès le début des travaux, la commission a décidé qu'il s'indiquerait de faire de nouveau appel aux experts qui avaient assisté la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire. Ces experts avaient fait du bon travail et peuvent poursuivre l'examen réalisé en 2009.

Au cours de la réunion du 3 novembre 2011, la commission a décidé de se limiter à deux experts, un francophone et un néerlandophone:

— M. Georges Hübner, professeur au HEC *Management School* de l'Université de Liège et chargé de cours principal à la *Universiteit Maastricht*;

— M. Ludo Swolfs, réviseur d'entreprise honoraire, réviseur honoraire agréé par la CBFA et président honoraire de l'Institut des réviseurs d'entreprises.

Les experts ont été chargés d'assister les membres de la commission dans l'exécution de la mission qui lui a été confiée. Ils ont suivi les auditions et ont en outre consulté une série de documents chez Dexia SA, Dexia Banque Belgique, à la BNB et à la FSMA. En ce qui concerne cette partie de l'examen, il était nécessaire que, conformément aux dispositions légales, les experts et la commission garantissent le caractère confidentiel des documents consultés. Le règlement d'ordre intérieur de la commission contient également des dispositions relatives à la confidentialité des sources. C'est pourquoi les experts ont signé une déclaration de confidentialité chez Dexia SA, à la BNB et à la FSMA avant d'avoir accès à la documentation. Ils ont également interviewé des personnes que la commission même n'a pas entendues.

Dans l'exécution de leurs tâches, les experts ont été assistés par trois auditeurs de la Cour des comptes. Le premier président de la Cour des comptes a accédé, par lettre du 7 décembre 2011, à la demande du président de la Chambre et du président de la commission spéciale de détacher des auditeurs. Ces auditeurs ont travaillé sous la direction et sous la responsabilité des experts

ontertekent elke expert een verklaring waarin hij bevestigt dat hij alle stukken en alle geïnformatiseerde gegevens, die hem in het raam van zijn taak ter beschikking zijn gesteld, aan de commissievoorzitter heeft teruggegeven. De experts moeten, net als de commissieleden, de geheimhoudingsplicht in acht nemen.

5. Experts

Van bij de aanvang van de werkzaamheden besliste de commissie dat het aangewezen zou zijn om opnieuw beroep te doen op de experts die de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis hadden bijgestaan. Dezen hadden goed werk geleverd en kunnen voortwerken op het in 2009 gevoerde onderzoek.

De commissie besliste tijdens de vergadering van 3 november 2011 om zich te beperken tot twee experts, een Franstalige en een Nederlandstalige:

— de heer Georges Hübner, hoogleraar aan het HEC *Management school* van de *Université de Liège*, en hoofddocent aan de universiteit van Maastricht;

— de heer Ludo Swolfs, erebedrijfsrevisor, ererevisor erkend door de CBFA en erevoorzitter van het Instituut van de bedrijfsrevisoren.

De experts kregen de opdracht de leden van de commissie bij te staan bij het uitvoeren van de haar toegekende opdracht. Ze hebben de hoorzittingen bijgewoond en bovendien hebben ze een reeks documenten geraadpleegd bij Dexia NV, Dexia Bank België en bij de NBB en het FSMA. Met het oog op dit onderdeel van het onderzoek was het nodig dat de experts en de commissie conform de wettelijke bepalingen het vertrouwelijk karakter van de ingeziene documenten waarborgen. Het huishoudelijk reglement van de commissie bevat eveneens bepalingen met betrekking tot de geheimhouding van de bronnen. Om deze redenen hebben de experts bij Dexia NV, de NBB en het FSMA alvorens ze toegang kregen tot de documentatie een confidentialiteitsverklaring getekend. Ze hebben tevens interviews afgenomen van personen die de commissie zelf niet heeft gehoord.

Bij de uitvoering van hun taken hebben de experts hulp gekregen van drie auditeurs van het Rekenhof. De eerste voorzitter van het Rekenhof is bij brief van 7 december 2011 ingegaan op de vraag van de voorzitter van de Kamer en de voorzitter van de bijzondere commissie om auditeurs te detacheren. Deze auditeurs hebben onder de leiding en de verantwoordelijkheid

et ont consulté et analysé les informations mises à la disposition des experts et de la commission.

Au cours d'une première période de trois mois, les experts ont été assistés par les trois auditeurs suivants:

- M. Steven Temmerman;
- Mme Anne Françoise Compère;
- M. Eric Vansteenkiste.

Le détachement a été prolongé par lettre du 10 février 2012. Mme Françoise Compère a été remplacée par M. Werner Van Riel, premier auditeur.

MM. Georges Hübner et Ludo Swolfs étaient assistés des collaborateurs suivants:

- Stéphanie Delhalle;
- Atanas Djondjourov;
- Daniel Van Cutsem;
- Jean-Charles Wijnandts.

6. Travaux — auditions

En ce qui concerne ses travaux, outre ses réunions de bureau et les réunions au cours desquelles elle a examiné avec les experts l'avancement de leur travail et les problèmes rencontrés, la commission a, d'une part, organisé des auditions en vue de recueillir des informations et des données nécessaires à l'enquête et à l'analyse et, d'autre part, consacré des réunions à la discussion des constatations et à la formulation de recommandations.

Une première liste de personnes à entendre a été établie au cours de la réunion du 3 novembre 2011 sur la base de propositions des différents groupes. Cette liste a été adaptée au cours des travaux lorsqu'il s'est avéré nécessaire d'approfondir certains thèmes.

Mme Neelie Kroes, en son ancienne qualité de commissaire à la concurrence, a également été invitée, parce que la Commission européenne devait approuver le premier plan de sauvetage de Dexia. Mme Kroes n'a cependant pas répondu à cette invitation.

L'ancien premier ministre, M. Yves Leterme, n'a pas donné suite aux différentes invitations qui lui ont été envoyées.

van de experts gewerkt en hebben de informatie die ter beschikking werd gesteld van de experts en de commissie geraadpleegd en geanalyseerd.

In een eerste periode van drie maanden kregen de experts bijstand van de volgende drie auditeurs:

- de heer Steven Temmerman;
- mevrouw Anne Françoise Compère;
- de heer Eric Vansteenkiste.

Bij brief van 10 februari 2012 werd de detachering verlengd. Mevrouw Françoise Compère werd vervangen door de heer Werner Van Riel, eerste auditeur.

De heren Georges Hübner en Ludo Swolfs werden bijgestaan door:

- Stéphanie Delhalle;
- Atanas Djondjourov;
- Daniel Van Cutsem;
- Jean-Charles Wijnandts.

6. Werkzaamheden — hoorzittingen

Met betrekking tot haar werkzaamheden heeft de commissie naast haar bureauvergaderingen en de vergaderingen waar met de experts de vorderingen van hun werk en de problemen terzake werden besproken, enerzijds hoorzittingen georganiseerd met het oog op het verzamelen van informatie en gegevens voor het onderzoek en de analyse en anderzijds vergaderingen gewijd aan het bespreken van de vaststellingen en het formuleren van aanbevelingen.

Een eerste lijst van te horen personen werd vastgesteld tijdens de vergadering van 3 november 2011 op grond van voorstellen van de verschillende fracties. Deze lijst werd in de loop van de werkzaamheden aangepast wanneer bleek dat het nodig was om dieper in te gaan op bepaalde thema's.

Ook mevrouw Neelie Kroes, in haar voormalige hoedanigheid van commissaris voor mededinging werd uitgenodigd omdat de Europese Commissie het eerste reddingsplan van Dexia moest goedkeuren. Mevrouw Kroes is echter niet op deze uitnodiging ingegaan.

De voormalige eerste minister, de heer Yves Leterme, is niet ingegaan op de verschillende hem toegezonden uitnodigingen.

Relevé des auditions:

- Lundi 7 novembre 2011
 - M. Pierre Mariani, CEO de Dexia SA
 - M. Jean-Luc Dehaene, président du conseil d'administration de Dexia SA

- Mercredi 9 novembre 2011
 - M. Georges Hübner, professeur à la HEC Management School de l'Université de Liège et chargé de cours principal à l'Université de Maastricht
 - M. Ludo Swolfs, réviseur d'entreprises

- Lundi 14 novembre 2011
 - M. Eric De Keuleneer, professeur à l'ULB

- Mercredi 16 novembre 2011
 - M. Geert Noels, économiste
 - M. Ivan Van de Cloot, économiste
 - M. Roland Gillet, professeur à la Sorbonne et à l'ULB

- Lundi 21 novembre 2011
 - M. Jean-Luc Dehaene, président du conseil d'administration de Dexia SA (continuation de l'audition du 7 novembre 2011)

- Mercredi 23 novembre 2011
 - M. François Narmon, ancien président du conseil d'administration de Dexia SA
 - M. Dirk Bruneel, ancien membre du comité de direction de Dexia SA

- Vendredi 25 novembre 2011
 - M. Axel Miller, ancien CEO de Dexia SA
 - M. Claude Piret, directeur du risque chez Dexia SA

- Lundi 28 novembre 2011
 - M. Jos Clijsters, CEO de Dexia Banque Belgique
 - M. Stefaan Decraene, ancien président du comité de direction de Dexia Banque Belgique
 - M. Serge Kubla, membre du conseil d'administration de Dexia SA
 - Mme Brigitte Chanoine, membre du conseil d'administration de Dexia SA
 - M. Xavier de Walque, ancien membre du comité de direction de Dexia Banque Belgique

- Mercredi 30 novembre 2011
 - Mme Francine Swiggers, présidente du comité de direction d'ARCO et membre du conseil d'administration de Dexia SA

- Vendredi 2 décembre 2011
 - M. Koen Van Loo, administrateur délégué de la SFPI, membre du conseil d'administration de Dexia SA

Overzicht van de hoorzittingen:

- Maandag 7 november 2011
 - De heer Pierre Mariani, CEO van Dexia NV
 - De heer Jean-Luc Dehaene, voorzitter van de raad van bestuur van Dexia NV

- Woensdag 9 november 2011
 - De heer Georges Hübner, hoogleraar aan de HEC Management School van de *Université de Liège* en hoofddocent aan de Universiteit Maastricht
 - De heer Ludo Swolfs, bedrijfsrevisor

- Maandag 14 november 2011
 - De heer Eric De Keuleneer, professor ULB

- Woensdag 16 november 2011
 - De heer Geert Noels, econoom
 - De heer Ivan Van de Cloot, econoom
 - De heer Roland Gillet, professor Sorbonne en ULB

- Maandag 21 november 2011
 - De heer Jean-Luc Dehaene, voorzitter van de raad van bestuur van Dexia NV (voortzetting van de hoorzitting van 7 november 2011)

- Woensdag 23 november 2011
 - De heer François Narmon, gewezen voorzitter van de raad van bestuur van Dexia NV
 - De heer Dirk Bruneel, gewezen lid van het directiecomité van Dexia NV

- Vrijdag 25 november 2011
 - De heer Axel Miller, gewezen CEO van Dexia NV
 - De heer Claude Piret, risicomanager van Dexia NV

- Maandag 28 november 2011
 - De heer Jos Clijsters, CEO van Dexia Bank België
 - De heer Stefaan Decraene, gewezen voorzitter van het directiecomité van Dexia Bank België
 - De heer Serge Kubla, lid van de raad van bestuur van Dexia NV
 - Mevrouw Brigitte Chanoine, lid van de raad van bestuur van Dexia NV
 - De heer Xavier de Walque, gewezen lid van het directiecomité Dexia Bank België

- Woensdag 30 november 2011
 - Mevrouw Francine Swiggers, voorzitter van het directiecomité van ARCO en lid van de raad van bestuur van Dexia NV

- Vrijdag 2 december 2011
 - De heer Koen Van Loo, gedelegeerd bestuurder van de FPIM, lid van de raad van bestuur van Dexia NV

— M. Pierre Richard, ancien CEO et ancien président du conseil d'administration de Dexia SA

• Lundi 12 décembre 2011

— M. Francis Vermeiren, président du conseil d'administration du Holding Communal et membre du conseil d'administration de Dexia SA

— M. Carlos Bourgeois, administrateur délégué du Holding Communal et membre du conseil d'administration de Dexia SA

• Mercredi 14 décembre 2011

— Mme Wivina Demeester, présidente du comité d'audit de Dexia Banque Belgique

• Vendredi 16 décembre 2011

— M. François Narmon, ancien président du conseil d'administration de Dexia SA (poursuite de l'audition du 23 novembre 2011)

— Mme Irmfried Schwimann, directrice de la DG Concurrence de la Commission européenne

• Lundi 9 janvier 2012

— MM. Xavier De Cuyper et Jean-Paul Lavigne, commissaires du gouvernement auprès de Dexia SA

— M. Luigi Franco, représentant du SETCA, M. Luc Soete, représentant de la LBC-NVK et M. Alfred Goeffers, représentant de la CGSLB

• Vendredi 13 janvier 2012

— M. Luc Coene, gouverneur de la Banque nationale de Belgique

— M. Guy Quaden, ancien gouverneur de la Banque nationale de Belgique

— M. Jean-Paul Servais, président de la FSMA

• Lundi 16 janvier 2012

— M. Bernard Thiry, administrateur délégué d'Ethias

• Vendredi 20 janvier 2012

— M. Pierre Mariani, CEO de Dexia SA

• Mercredi 25 janvier 2012

— M. Didier Reynders, ancien ministre des Finances

• Vendredi 27 janvier 2012

— M. Bruno Deletré, ancien membre du comité de direction de Dexia SA.

• Lundi 30 janvier 2012

— M. Jean-Paul Servais, président de la FSMA (poursuite de l'audition du 13 janvier 2012)

— De heer Pierre Richard, gewezen CEO en gewezen voorzitter van de raad van bestuur van Dexia NV

• Maandag 12 december 2011

— De heer Francis Vermeiren, voorzitter van de raad van bestuur van de Gemeentelijke Holding en lid van de raad van bestuur van Dexia NV

— De heer Carlos Bourgeois, afgevaardigd bestuurder van de Gemeentelijke Holding en lid van de raad van bestuur van Dexia NV

• Woensdag 14 december 2011

— Mevrouw Wivina Demeester, voorzitter van het auditcomité van Dexia Bank België

• Vrijdag 16 december 2011

— De heer François Narmon, gewezen voorzitter van de raad van bestuur van Dexia NV (voorzetting van de hoorzitting van 23 november 2011)

— Mevrouw Irmfried Schwimann, directeur bij de DG Mededinging van de Europese Commissie

• Maandag 9 januari 2012

— De heren Xavier De Cuyper en Jean-Paul Lavigne, regeringscommissarissen bij Dexia NV

— De heer Luigi Franco, vertegenwoordiger van de BBTK, de heer Luc Soete, vertegenwoordiger van de LBC-NVK, de heer Alfred Goeffers, vertegenwoordiger van de ACLVB

• Vrijdag 13 januari 2012

— De heer Luc Coene, gouverneur van de Nationale Bank van België

— De heer Guy Quaden, gewezen gouverneur van de Nationale Bank van België

— De heer Jean-Paul Servais, voorzitter van de FSMA

• Maandag 16 januari 2012

— De heer Bernard Thiry, afgevaardigde bestuurder van Ethias

• Vrijdag 20 januari 2012

— De heer Pierre Mariani, CEO van Dexia NV

• Woensdag 25 januari 2012

— De heer Didier Reynders, gewezen minister van Financiën

• Vrijdag 27 januari 2012

— De heer Bruno Deletré, gewezen lid van het directiecomité van Dexia NV

• Maandag 30 januari 2012

— De heer Jean-Paul Servais, voorzitter van de FSMA (voortzetting van de hoorzitting van 13 januari 2012)

- Lundi 12 mars 2012
 - M. Pierre Jurdan, Conseiller, Banque nationale de Belgique
 - M. Rudi Bonte, mandataire spécial, Banque nationale de Belgique
 - M. Jean-Paul Servais, président de la FSMA

7. Documents demandés par la commission

Dexia SA: ces documents ont été mis à la disposition des experts et consultés par eux dans la dataroom de Dexia

- Procès-verbaux des conseils d'administration
- Liste des opinions dissidentes ou des explications de vote au sein des conseils d'administration
- Correspondance avec l'autorité de contrôle (CBFA/NBB) et, le cas échéant, correspondance avec l'autorité de contrôle française (ACP) et d'autres autorités de contrôle (USA)
- Rapports aux autorités de contrôle
- Comptes rendus, lettres, notes et rapports du Comité de stabilité financière
- Comptes rendus, lettres, notes et rapports du Comité des risques et établissements financiers systémiques
- Rapport de base du CREFS concernant la SA Dexia
- Procès-verbaux des réunions de la "Legacy Portfolio Management Division (Legacy Division)", ainsi que les comptes rendus intégraux et les documents sortants
- Charte de gouvernance d'entreprise de la SA Dexia
- Convention entre actionnaires (Arcofin, Holding communal, Caisse des dépôts et consignations, Ethias et CNP Assurances), ainsi que les procès-verbaux des réunions organisées entre les intéressés et les notes sortantes
- Propositions stratégiques du comité de direction et comptes rendus, procès-verbaux et correspondance
- Comptes rendus, procès-verbaux et correspondance provenant du comité stratégique

- Maandag 12 maart 2012
 - De heer Pierre Jurdan, Adviseur, Nationale Bank van België
 - De heer Rudi Bonte, bijzonder mandataris, Nationale Bank van België
 - De heer Jean-Paul Servais, voorzitter van de FSMA

7. De door de commissie opgevraagde documenten:

Dexia NV: deze documenten werden ter inzage van de experts in de dataroom van Dexia gelegd en daar geraadpleegd

- Notulen van de raden van bestuur
- Lijst van de dissenting opinions of stemverklaringen binnen de raden van bestuur
- De correspondentie met de toezichthouder (CBFA/NBB) en zo nodig de correspondentie met de Franse toezichthouder ACP en andere toezichthouders (VS)
- Rapportering aan de toezichthouders
- Verslagen, brieven, nota's en rapporten van het Comité voor Financiële Stabieleit
- Verslagen, brieven, nota's en rapporten van het Comité voor Systeemrisico's en Systeemrelevante Financiële Instellingen
- Het basisverslag van het CSRSFI betreffende Dexia NV
- Notulen van de vergaderingen van de "Legacy Portfolio Management Division (Legacy Division)" als ook de integrale verslagen en uitgaande documenten
- Het *Corporate Governance Charter* van Dexia NV
- De aandeelhoudersovereenkomst (tussen Arcofin, de Gemeentelijke Holding, de Deposito- en Consignatiekas, Ethias en CNP Assurances) alsook de notulen van vergaderingen die tussen de betrokkenen plaatsvonden en uitgaande nota's
- De strategische voorstellen van het directiecomité en de verslagen, notulen en correspondentie
- De verslagen, notulen en correspondentie van het strategisch comité

— Comptes rendus, procès-verbaux et correspondance provenant du comité d'audit (et des entités scindées), qui est scindé depuis novembre 2008 en un comité des comptes et un comité de contrôle interne, des risques et de la conformité. Ces documents incluent notamment les programmes d'audit pour 2008, 2009 et 2010 et l'analyse du suivi des recommandations d'audit (et donc aussi des recommandations d'audit mêmes) (soit, entre autres: l'évaluation des risques sur FSA — Assured; la politique en matière d'appétit au risque; l'état d'avancement de la mise en place du processus de contrôle permanent; le suivi de la mise en œuvre du plan de transformation et des échanges de correspondance avec les régulateurs; les crédits structurés au secteur public français; la charte d'audit interne et d'investigation)

— Les rapports du Comité des risques ainsi que l'ensemble des documents présentés lors de ces comités et qui concerne le risk credit, risques des salles des marchés, les risques de liquidités, les risques de taux d'intérêt et les risques de devises durant la période 2004-présent (y compris les documents mentionnés par M. Mariani au cours de l'audition du 7 novembre 2011)

— La correspondance et le reporting envers le Conseil d'administration ou le Comité de direction ou les superviseurs par le Comité de contrôle interne, des risques et de la conformité ainsi que les rapports

— Le reporting du Comité *Assets and Liability Management* au comité de direction

— Les rapports et les présentations du consultant Bain & C°

— Les rapports des agences de notation 2009-2011

— Les résultats et la méthodologie des stress tests (internes et externes)

— La correspondance, depuis 2008, avec la Commission européenne et les Directions

— Les rapports, la correspondance et les procès-verbaux des discussions avec le réviseur d'entreprises

— Les documents préparatoires et comptes-rendus des Conseils d'Entreprises

— L'accord de principe du 5 février 2010 avec la Commission européenne (tant la version courte que l'accord intégral).

— De verslagen, notulen en correspondentie van het auditcomité (en de opgesplitste entiteiten), dat sinds 13 november 2008 is opgesplitst in een rekeningencomité en een comité voor interne controle, risico's en compliance. Hierin onder meer begrepen de auditplannen 2008, 2009 en 2010 en de analyse van de follow-up van de auditaanbevelingen (en dus ook, de auditaanbevelingen zelf). (Hierin onder meer begrepen: de evaluatie van de risico's m.b.t. FSA — Assured; de risicobereidheid; de voortgang van de invoering van het systeem voor permanente controle; de follow-up van de invoering van het hervormingsplan en de correspondentie met de regelgevende instanties; de gestructureerde kredieten en de Franse openbare sector; het charter inzake interne audit en onderzoek)

— De verslagen van het Comité voor risico's alsmede alle documenten die tijdens die comités werden voorgelegd en betrekking hebben op de kredietrisico's, de marktenzaalrisico's, de liquiditeitsrisico's, de rentevoetrisico's en de deviezenrisico's in de periode 2004-heden (met inbegrip van de documenten vermeld door de heer Mariani tijdens de hoorzitting van 7 november 2011)

— De correspondentie met en rapportering aan de Raad van bestuur of het Directiecomité of de toezichthouders vanwege het comité voor interne controle, risico's en compliance alsook de verslagen

— De rapportering van het *Assets and Liability Management Committee* aan het Directiecomité

— De verslagen en presentaties van consultant Bain & C°

— Rapporten van de ratingagentschappen 2009-2011

— De resultaten en de methodologie van de stresstests (intern en extern)

— De correspondentie sinds 2008 met de Europese Commissie en de Directoraten

— Verslagen van, correspondentie over en notulen van gesprekken met de bedrijfsrevisor

— De voorbereidende documenten en notulen van de Ondernemingsraden

— Het principeakkoord van 5 februari 2010 met de Europese Commissie (zowel de verkorte versie als het integraal akkoord).

— Le plan de restructuration de Dexia a été suivi par un expert indépendant désigné par Dexia et la Commission européenne. La correspondance (y compris les mails échangés) entre Dexia SA et toutes ses entités et cet expert ainsi que les différents rapports rédigés par cet expert

— La correspondance relative au contrôle prudentiel renforcé proposé par la CBFA en ce qui concerne Dexia SA étant donné qu'elle n'avait "que" le statut d'une Compagnie Financière Mixte et pas celui d'une banque

— La correspondance, les rapports et procès-verbaux relatifs à l'octroi ou non d'un dividende

— Le Rapport d'équité du consultant indépendant qui a rendu un avis sur la fixation du prix de vente à 4 milliards d'euros de DBB à l'État belge

— La liste des éventuelles options put ou des calls émanant d'actionnaires, de membres du Conseil d'administration, de la direction et de cadres des actionnaires de référence du Holding Dexia, à savoir les SCRL du groupe Arco, d'Ethias et du Holding communal

— L'évaluation qui autorise la sortie des garanties de l'État au 30 juin 2010: rapports au conseil d'administration et décisions

— Les rapports, lettres, notes et rapports du Comité de nomination et de rémunération

— L'évaluation des objectifs pour l'octroi des bonus: rapports et décisions du conseil d'administration

— Les contrats d'objectifs assignés à M. Mariani pour 2009, 2010 et 2011

— Les numéros du magazine international mensuel du personnel "Team+Spirit" depuis 2003

— Les rapports aux assemblées générales et les procès-verbaux de celles-ci

— Les documents destinés aux actionnaires

Informations et tableaux demandés

— Identification des principaux retraits de dépôts au cours de la période septembre-octobre 2011

— Évolution de la position de trésorerie et ventilation par type de ressources et usage, sept/oct 2011

— Het herstructureringsplan van Dexia werd opgevolgd door een onafhankelijke expert die werd aangesteld door Dexia en de Europese Commissie. De correspondentie (inclusief mailverkeer) tussen Dexia NV en al haar deeltentiteiten en deze expert, alsook de diverse verslagen die de expert heeft uitgebracht

— De correspondentie m.b.t. de versterkte prudentiele controle die de CBFA voorstelde wat betreft Dexia NV gezien zij het statuut had van een Gemengde Financiële Holding en niet dat van een bank

— De correspondentie, verslagen en notulen betreffende het al of niet toekennen van een dividend

— Het *Fairness Report* van de onafhankelijke consultant die bij de prijsbepaling van de 4 miljard euro verkoopprijs van DBB aan de Belgische Staat, advies heeft gegeven

— De lijst van eventuele put-opties of calls vanwege aandeelhouders, leden van de Raad van bestuur, directie en kaderleden van de referentieaandeelhouders van de Dexiaholding, met name de CVBA's van de Arcogroep, van Ethias en van de Gemeentelijke Holding

— De evaluatie die het licht op groen zette voor het opgeven van de staatswaarborgen per 30 juni 2010: verslagen aan de raad van bestuur en beslissingen

— Verslagen, brieven, nota's en rapporten van het Benoemings- en bezoldigingscomité

— De evaluatie van de doelstellingen voor de toekenning van de bonussen: verslagen en beslissingen van de raad van bestuur

— De overeenkomsten met de aan de heer Mariani opgelegde doelstellingen voor 2009, 2010 en 2011

— De afleveringen van het maandelijks internationaal personeelsmagazine "Team Spirit" sinds 2003

— Verslagen aan en notulen van de Algemene Vergaderingen

— Documenten bestemd voor de aandeelhouders

Informatie en tabellen

— Identificatie van de belangrijkste teruggenomen deposito's in de periode september/oktober 2011

— Evolutie van de thesauriepositie en uitsplitsing per inkomsten- en bestedingstype, sept/okt 2011

— Synthèse et évolution des prix de transfert intra-groupe

— Grille et évolution tarifaire pour les prêts aux collectivités et évolution des parts de marché

— Évolution de la marge d'intermédiation financière et du volume sur les *core markets* (B, F, Lu, Turquie) 2008-2011

— Évolution des crédits structurés dans le total des encours des prêts aux collectivités

— Évolution du recours à l'*Emergency Liquidity Assistance* (ELA), 2008/2009/2010/2011

— Évolution des relations interbancaires à court terme (flux + taux applicable) avec les principales contreparties du groupe, sept/oct 2011

— Exemple de swap de taux existant au 8/10/2011 (significatif): prêt sous-jacent, modalités de l'échange, modalités du collatéral, évolution *mark-to-market*

— Évolution des risques souverains pour les pays "PIIGS" par trimestre 2008-2011 Dexia NV/SA, DBB, DCL: achats, ventes, remboursements, ajustements de valeur

— Évolution des swaps de taux d'intérêt conclus au cours de la période 2009-2011 (par trimestre)

— Évolution des prêts aux autorités locales (Belgique et France) depuis le sauvetage en 2008

— Tableau mensuel des transferts financiers entre la Belgique et la France (2008-2011)

— Évolution mensuelle des crédits accordés aux collectivités locales en France et en Belgique (2008-2011)

— Reporting financier par trimestre Dexia Banque Belgique (2008-2011)

*
* *

Dexia Banque Belgique — Ces documents (à l'exception de la correspondance avec les contrôleurs français) étaient disponibles pour les membres et les experts dans la dataroom de DBB

— Les procès-verbaux des conseils d'administration

— Synthese en evolutie van de verrekenprijzen binnen de groep

— Tariefoverzicht en -evolutie voor de leningen aan de overheden en evolutie van het marktaandeel

— Evolutie van de marge voor financiële bemiddeling en van het volume op de *core markets* (B, F, Lu, Turkije) 2008-2011

— Evolutie van de gestructureerde kredieten binnen het totaal van de uitstaande leningen aan de overheden

— Evolutie van de gebruikmaking van de *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), 2008/2009/2010/2011

— Evolutie van de interbancaire betrekkingen op korte termijn (bewegingen + toepasbare rente) met de voornaamste tegenhangers van de groep, sept/okt 2011

— Voorbeeld van een renteswap die gangbaar was op 8/10/2011 (significatif): onderliggende lening, uitwisselingsvoorwaarden, onderpandvoorwaarden, *mark-to-market*evolutie

— Evolutie van de soevereine risico's op de "PIIGS" landen per kwartaal 2008-2011 Dexia NV/SA, DBB, DCL: aankopen, verkopen, aflossingen, waardeaanpassingen

— Evolutie van de afgesloten renteswaps 2009-2011 (per kwartaal)

— Evolutie van de leningen aan de lokale overheden (België en Frankrijk) sinds de redding in 2008

— Maandtabel van de financiële transfers tussen België en Frankrijk (2008-2011)

— Maandevolutie van de in Frankrijk en België aan de lokale overheden toegekende kredieten (2008-2011)

— Financiële rapportering per kwartaal Dexia Bank België (2008-2011)

*
* *

Dexia Bank België — Deze documenten (behoudens de correspondentie met de Franse toezichhouders) waren ter beschikking van de leden van de commissie en de experts in de dataroom van DBB

— Notulen van de raden van bestuur

— La liste des opinions dissidentes et explications de vote au sein des conseils d'administration

— La correspondance avec la CBFA/BNB

— Le rapportage aux instances de contrôle 2005-2011

— Les rapports, lettres, notes et rapports du Comité de stabilité financière

— Le rapport de base du CREFS concernant Dexia Banque Belgique

— La correspondance, les procès-verbaux, les rapports et le rapportage du Comité de direction, dont: les rapports relatifs aux systèmes de contrôle interne et la gestion des risques au comité d'audit; les rapports sur les activités des Services juridiques et la situation en ce qui concerne les litiges juridiques et le rapportage et les rapports relatifs aux activités de suivi des risques de crédit, de marché (y compris les liquidités) et des risques opérationnels

— Les documents préparatoires et comptes rendus des Conseils d'entreprise

— Les contrats utilisés pour le financement intragroupe

— La correspondance adressée depuis 2008 à la Commission européenne et aux Directorats

— La correspondance et les procès-verbaux des entretiens avec le réviseur d'entreprises

— La correspondance, les comptes rendus, les rapports et les procès-verbaux du comité d'audit

— Les comptes rendus, la correspondance et les procès-verbaux des entretiens avec le réviseur d'entreprises

— Les comptes rendus et les procès-verbaux des Assemblées générales

— Les documents destinés aux actionnaires

*
* *

— Lijst van de *dissenting opinions* of stemverklaringen binnen de raden van bestuur

— De correspondentie met CBFA/NBB

— Rapportering aan de toezichhouders 2005-2011

— Verslagen, brieven, nota's en rapporten van het Comité voor Financiële Stabilliteit

— Het basisverslag van het CSRSFI betreffende Dexia Bank België

— De correspondentie, notulen en verslagen en rapportering vanwege het Directiecomité, waaronder: verslagen betreffende de interne controlesystemen en het risicobeheer aan het auditcomité; verslagen over de activiteiten van de Juridische Diensten en de toestand inzake de juridische geschillen en rapportering en verslagen rond de opvolgingsactiviteiten van de krediet-, markt- (inclusief liquiditeit) en operationele risico's

— De voorbereidende documenten en notulen van de Ondernemingsraden

— De contracten gebruikt bij intragroepsfinanciering

— De correspondentie sinds 2008 met de Europese Commissie en de Directoraten

— De correspondentie en notulen van gesprekken met de bedrijfsrevisor

— De correspondentie, verslagen, rapporten en notulen vanwege het auditcomité

— Verslagen van, correspondentie en notulen van gesprekken met de bedrijfsrevisor

— Verslagen aan en notulen van de algemene vergaderingen

— Documenten bestemd voor de aandeelhouders

*
* *

Dexia Crédit Local (DCL) — Ces documents (à l'exception de la correspondance avec les contrôleurs français) étaient disponibles dans la dataroom de Dexia SA

- Procès-verbaux des conseils d'administration
- Liste des *dissenting opinions* ou déclarations de vote au sein des conseils d'administration
- Rapports aux contrôleurs 2005-2011
- La correspondance avec le contrôleur français et la correspondance éventuelle avec la CBFA/BNB
- À propos du *balance sheet management*: les documents de la direction *Balance Sheet management*
- Les procès-verbaux de la réunion du "Risk management Marché Financier" ainsi que les comptes rendus intégraux et les documents sortants du *Risk management Marché Financier*
- Les documents sortants adressés au Conseil d'administration ou au Comité de direction ou aux contrôleurs par le Comité *Group Assets and liabilities* (Comité ALM Dexia) ainsi que les comptes rendus
- La correspondance et les rapports adressés au Conseil d'administration ou au Comité de direction ou aux contrôleurs par le Comité "*Funding et liquidity*" ainsi que les comptes rendus
- La correspondance et les rapports adressés au Conseil d'administration ou au Comité de direction ou aux contrôleurs par Alco
- La correspondance et les rapports adressés au Conseil d'administration ou au Comité de direction ou aux contrôleurs par le *Credit Risk management*
- La correspondance adressée depuis 2008 à la Commission européenne et aux Directions
 - La correspondance et les procès-verbaux des entretiens avec le réviseur d'entreprises
- La correspondance, les comptes rendus, les rapports et les procès-verbaux du comité d'audit Dexia Crédit Local.

*
* *

Dexia Crédit Local (DCL) — Deze documenten (behoudens de correspondentie met de Franse toezichhouders) waren ter beschikking in de dataroom van de Dexia NV

- Notulen van de raden van bestuur
- Lijst van de *dissenting opinions* of stemverklaringen binnen de raden van bestuur
- Rapportering aan de toezichhouders 2005-2011
- De correspondentie met de Franse toezichhouder en eventuele correspondentie met CBFA/NBB
- Rond het *balance sheet management*: de documenten van de directie *Balance Sheet Management*
- De notulen van de vergadering van het "*Risk management Financiële Markten*" alsook de integrale verslagen en uitgaande documenten van het *Risk management Financiële Markten*
- De uitgaande documenten naar de Raad van bestuur of het Directiecomité of de toezichhouders vanwege het *Dexia Group Assets & Liabilities Committee* (Comité ALM Dexia) alsook de verslagen
- De correspondentie met en rapportering aan de Raad van bestuur of het Directiecomité of de toezichhouders vanwege het "*Funding and Liquidity Committee*" alsook de verslagen
- De correspondentie met en rapportering aan de Raad van bestuur of het Directiecomité of de toezichhouders vanwege de Alco
- De correspondentie met en rapportering aan de Raad van bestuur of het Directiecomité of de toezichhouders vanwege het *Credit Risk management*
- De correspondentie sinds 2008 met de Europese Commissie en de Directoraten
 - De correspondentie en notulen van gesprekken met de bedrijfsrevisor
- De correspondentie, verslagen, rapporten en notulen vanwege het auditcomité Dexia Crédit Local.

*
* *

Holding Communal — Des accords ont été pris avec le juge d'instruction et les liquidateurs

- Les documents préparatoires et comptes-rendus des conseils d'administration du Holding Communal depuis 2008
- Les documents préparatoires et comptes-rendus des Comités d'audit depuis 2008
- Les rapports des commissaires aux comptes sur les résultats 2008, 2009 et 2010 du Holding communal
- Les éventuelles lettres des commissaires du Gouvernement fédéral au Holding communal depuis 2008
- Notes/correspondance entre les représentants des pouvoirs publics (SFPI) au sein conseil d'administration de Dexia et le ministre compétent et/ou le gouvernement
- Instructions du gouvernement et/ou du ministre compétent aux représentants des pouvoirs publics (SFPI) au sein du conseil d'administration de Dexia
- Debriefing représentants des pouvoirs publics (SFPI) au sein du conseil d'administration de Dexia au ministre compétent et/ou au gouvernement

Commission européenne — les documents publiés ont pu être consultés dans la data room de la Chambre

- Correspondance échangée depuis 2008 entre la Commission européenne et les directions concernant DBB, Dexia SA et le Crédit local
- Les correspondances, rapports et procès-verbaux concernant la concertation relative au plan de réforme de Dexia SA entre, d'une part, les membres de la Commission et/ou les directions et l'équipe de suivi Dexia et, d'autre part, le ministre Reynders et M. Pierre Wunch et, respectivement, en ce qui concerne la France, Mme Christine Lagarde (ex-ministre des Finances) et leurs collaborateurs
- Correspondance échangée depuis 2008 entre, d'une part, la Commission européenne et les directions concernant DBB, Dexia SA et le Crédit local et, d'autre part, les instances de contrôle françaises et belges
- Le document du 26 novembre 2009 concernant les licenciements supplémentaires nécessaires décidés

Gemeentelijke Holding/Holding Communal — Er werden afspraken gemaakt met de onderzoeksrechter en de vereffenaars

- De voorbereidende documenten en notulen van de raad van bestuur van de Gemeentelijke Holding sinds 2008
- De voorbereidende documenten en notulen van de auditcomités sinds 2008
- De verslagen van de bedrijfsrevisoren over de resultaten van 2008, 2009 en 2010 van de Gemeentelijke Holding
- De eventuele brieven van de federale-regerings-commissarissen aan de Gemeentelijke Holding sinds 2008
- Nota's/briefwisseling tussen de vertegenwoordigers van de overheid (FPIM) in raad van bestuur van Dexia en de bevoegde minister en/of de regering
- Instructies van de regering en/of de bevoegde minister aan de vertegenwoordigers van de overheid (FPIM) in raad van bestuur van Dexia
- Debriefing van de vertegenwoordigers van de overheid (FPIM) in raad van bestuur van Dexia aan de bevoegde minister en/of de regering

Europese Commissie — de vrijgegeven documenten lagen ter inzage in de dataroom van de Kamer

- De correspondentie sinds 2008 vanwege de Europese Commissie en de Directoraten betreffende DBB, Dexia NV en Crédit Local
- De correspondentie verslagen en notulen betreffende het overleg rond het hervormingsplan van Dexia NV tussen, enerzijds, de leden van de Commissie en/of de directoraten en het Opvolgingsteam Dexia en, anderzijds, met de minister Reynders en de heer Pierre Wunch en, respectievelijk, aan Franse zijde met mevrouw Christine Lagarde (toenmalig minister Financiën) en hun medewerkers.
- De correspondentie sinds 2008 vanwege de Europese Commissie en de Directoraten betreffende DBB, Dexia NV en Crédit Local met de Franse en Belgische toezichthouders
- Het document van 26 november 2009 m.b.t. de door de raad van bestuur van Dexia NV vastgestelde

par le Conseil d'administration de Dexia SA. Il s'agissait d'une offre "optimale et définitive" (*best and final offer*). Le questionnaire détaillé envoyé en réponse à ce document par la Commission

— La Commission a plaidé en faveur de la mise en place d'une structure de défaisance (*Bad bank*). Les documents y afférents, ainsi que les réactions qu'ils ont suscitées de la part du groupe Dexia et des différents gouvernements concernés, ainsi que de la part des instances de contrôle respectives

*
* *

Documents de la BNB/CBFA uniquement à la disposition des experts de la commission dans les "data rooms" respectifs

— La correspondance entre les autorités de contrôle et les entités constitutives de Dexia SA, DBB et Crédit Local

— Les rapports de réunions entre les autorités de contrôle et les entités constitutives de Dexia SA, DBB et Crédit Local

— La correspondance entre les autorités de contrôle française et belge et les membres des gouvernements français et belge et/ou leurs cellules stratégiques

— La correspondance entre les autorités de contrôle française et belge et les actionnaires de Dexia SA, en particulier les actionnaires institutionnels

— Les rapports portant sur la liquidité, la solvabilité et le plan de réforme de Dexia SA, DBB et Crédit Local et les documents concernant les banques systémiques

— Les échanges de courrier entre les autorités de contrôle belges (CBFA, FSMA et BNB), française et grand-ducal et de celles-ci avec le Holding Dexia, DCL et DBB relativement à leur contrôle prudentiel depuis 2003

— Les comptes rendus des entretiens de sortie des cadres de Dexia réalisés par la CBFA/BNB depuis 2008, notamment de MM. Decraene et De Walque

— Le rapport relatif à l'évaluation du contrôle interne par la direction effective de Dexia SA pour la CBFA

nodige bijkomende afslankingen. Het betrof een "*best and final offer*". De als antwoord hierop door de Commissie gezonden gedetailleerde vragenlijst

— De Europese Commissie pleitte voor het opzetten van een *Bad bank*. De documenten hieromtrent en de reacties hierop van de Dexia groep en van de verschillende betrokken regeringen alsook de respectieve toezichhouders

*
* *

NBB/CBFA- documenten enkel voor de experts van de commissie ter beschikking in de respectieve datarooms

— De correspondentie tussen de toezichhouders en de entiteiten van Dexia NV, DBB en Crédit Local

— De verslagen van vergaderingen tussen de toezichhouders en de deelentiteiten van Dexia NV, DBB en Crédit Local

— De correspondentie tussen de Franse en de Belgische toezichhouders en de Franse en Belgische regeringsleden en/of hun beleidscellen

— De correspondentie tussen de Franse en de Belgische toezichhouders en de aandeelhouders van Dexia NV en in het bijzonder de institutionele aandeelhouders

— De rapporten die gaan over de liquiditeit, de solvabiliteit en het hervormingsplan van Dexia NV, DBB en Crédit Local en de documenten over de systeembanken

— De correspondentie tussen de controleautoriteiten van België (CBFA, FSMA en NBB), Frankrijk en het Groothertogdom Luxemburg, alsook de correspondentie tussen die controle instanties en de controle instanties van de Dexia Holding, DCL en DBB met betrekking tot hun prudentiële controle sinds 2003

— De notulen van de exitgesprekken die de CBFA en de NBB sinds 2008 hebben gehad met de kaderleden van Dexia, inzonderheid met de heren Decraene en De Walque

— Het rapport over de evaluatie van de interne controle door de effectieve leiding vanwege Dexia NV ten behoeve van de CBFA

— Les questions envoyées par les autorités de contrôle à Dexia SA, DBB et Crédit Local

— La correspondance et les rapports sur l'octroi des crédits revolving (les "prêts carrousel") aux actionnaires institutionnels de Dexia

*
* *

— *Comité de pilotage — Rapport de la banque d'affaires mandatée pour accompagner le démantèlement de Dexia NV/SA en octobre 2011*

— Comptes rendus et notes du comité de pilotage dans lesquels Dexia a été évoqué

— Toute la correspondance du Comité de pilotage relative à Dexia et le gouvernement, la CE, Dexia,...

*
* *

Comité de stabilité financière

— Tous les comptes rendus, lettres, notes et rapports relatifs à Dexia (Dexia Banque Belgique et Dexia SA) disponibles auprès du Comité de stabilité financière

*
* *

Comité des risques et établissements financiers systémiques

Tous les comptes rendus, lettres, notes et rapports disponibles auprès du CREFS au sujet de Dexia

— Le rapport de base du CREFS concernant Dexia Banque Belgique

— Le rapport de base du CREFS concernant Dexia SA

*
* *

Autorité de contrôle française (ACP) — L'autorité de contrôle française ne met pas les documents à la disposition d'une autorité étrangère

— La correspondance entre les autorités de contrôle et les entités constitutives de Dexia SA, DBB et Crédit Local

— De vragen die vanwege de toezichthouders werden gestuurd naar Dexia NV, DBB en Crédit Local

— De correspondentie en verslagen over het toekennen van de wentelkredieten (zogenaamde carrousel leningen) aan de institutionele aandeelhouders van Dexia

*
* *

— *Pilootcomité — Verslag van de zakenbank die werd belast met de begeleiding van de ontmanteling van Dexia NV/SA in oktober 2011*

— Verslagen en nota's van het pilootcomité waar Dexia ter sprake is gekomen

— Alle briefwisseling van het pilootcomité betreffende Dexia met regering, EC, Dexia

*
* *

Comité voor Financiële Stabiliteit

— Alle verslagen, brieven, nota's en rapporten betreffende Dexia (Dexia Bank België en Dexia SA) beschikbaar op het Comité voor financiële stabiliteit

*
* *

Comité voor Systemrisico's en Systemrelevante Financiële Instellingen

Alle verslagen, brieven, nota's en rapporten beschikbaar op het CSRSFI betreffende Dexia

— Het basisverslag van CSRSFI betreffende Dexia Bank België

— Het basisverslag van CSRSFI betreffende en Dexia. SA

*
* *

Franse toezichthouder (ACP) — De Franse toezichthouder stelt de documenten niet ter beschikking van een buitenlandse autoriteit

— De correspondentie tussen de toezichthouders en de deeltiteiten van Dexia NV, DBB en Crédit Local

— Les rapports de réunions entre les autorités de contrôle et les entités constitutives de Dexia SA, DBB et Crédit Local

— La correspondance entre les autorités de contrôle française et belge et les membres des gouvernements français et belge et/ou leurs cellules stratégiques

— La correspondance entre les autorités de contrôle française et belge et les actionnaires de Dexia SA, en particulier les actionnaires institutionnels

— Les rapports portant sur la liquidité, la solvabilité et le plan de réforme de Dexia SA, DBB et Crédit Local et les documents concernant les banques systémiques

— Le rapport relatif à l'évaluation du contrôle interne par la direction effective de Dexia SA pour la CBFA

— Les questions envoyées par les autorités de contrôle à Dexia SA, DBB et Crédit Local

— La correspondance et les rapports sur l'octroi des crédits revolving (les "prêts carrousel") aux actionnaires institutionnels de Dexia

*
* *

SFPI / FPIM: peuvent être consultés dans la dataroom de la Chambre

— Notes/correspondance entre les représentants des pouvoirs publics (SFPI) au sein du conseil d'administration de Dexia et le ministre compétent et/ou le gouvernement

— Instructions du gouvernement et/ou du ministre compétent aux représentants des pouvoirs publics (SFPI) au sein du conseil d'administration de Dexia

— Debriefing des représentants des pouvoirs publics (SFPI) au sein du conseil d'administration de Dexia au ministre compétent et/ou au gouvernement

— Conseil d'administration du 1/10/2008 consacré aux explications fournies par A. Miller

— Contrat SFPI-Société Générale

— Rapport(s) adressé(s) par la Société Générale à la SFPI

*
* *

— De verslagen van vergaderingen tussen de toezichhouders en de deelentiteiten van Dexia NV, DBB en Crédit Local

— De correspondentie tussen de Franse en de Belgische toezichhouders en de Franse en Belgische regeringsleden en/of hun beleidscellen

— De correspondentie tussen de Franse en de Belgische toezichhouders en de aandeelhouders van Dexia NV en dan in het bijzonder de institutionele aandeelhouders

— De rapporten die gaan over de liquiditeit, de solvabiliteit en het hervormingsplan van Dexia NV, DBB en *Crédit Local* en de documenten over de systeembanken

— Het rapport over de evaluatie van de interne controle door de effectieve leiding vanwege Dexia NV ten behoeve van de CBFA

— De vragen die vanwege de toezichhouders werden gestuurd naar Dexia NV, DBB en *Crédit Local*

— De correspondentie en verslagen over het toekennen van de wentelkredieten (zogenaamde carrousel leningen) aan de institutionele aandeelhouders van Dexia

*
* *

FPIM / SFPI: ter inzage in de dataroom van de Kamer

— Nota's/briefwisseling tussen de vertegenwoordigers van de overheid (FPIM) in raad van bestuur van Dexia en de bevoegde minister en/of de regering

— Instructies van de regering en/of de bevoegde minister aan de vertegenwoordigers van de overheid (FPIM) in de raad van bestuur van Dexia

— Debriefing van de vertegenwoordigers van de overheid (FPIM) in de raad van bestuur van Dexia aan de bevoegde minister en/of de regering

— Raad van bestuur 1/10/2008 met betrekking tot de toelichting door A. Miller

— Contract FPIM-Société Générale

— Verslag(en) van de Société Générale aan FPIM

*
* *

Gouvernements fédéral et régional — Les documents mis à disposition ont pu être consultés dans la dataroom de la Chambre et peuvent être consultés dans la dataroom de la Chancellerie

— Les procès-verbaux et les comptes rendus intégraux des Conseils des ministres consacrés à Dexia SA, à Dexia Banque Belgique, au Crédit local, à Arco et à Ethias, ainsi que les documents joints au dossier

— La correspondance (entrante et sortante) entre, d'une part, les membres des gouvernements fédéral et flamand et leurs cellules stratégiques et, d'autre part, Dexia SA, Dexia Banque Belgique, le Crédit local, Arco et Ethias, ainsi que les comptes rendus intégraux et analytiques de réunions de concertation entre les membres des entités et cellules stratégiques susmentionnées

— Les procès-verbaux et les comptes rendus intégraux des réunions organisées entre les autorités de contrôle, le gouverneur de la Banque nationale (BNB) et les membres du gouvernement fédéral et du gouvernement flamand, ainsi que leurs cellules stratégiques au sujet de Dexia SA, de Dexia Banque Belgique, du Crédit local, d'Arco et d'Ethias, ainsi que les documents joints au dossier et la correspondance

— La correspondance, les comptes rendus et les procès-verbaux relatifs à la concertation sur le plan de réforme de Dexia SA entre les membres de la Commission et/ou les directions et l'équipe de suivi Dexia et les membres du gouvernement fédéral et/ou leurs cellules stratégiques

— La correspondance et les procès-verbaux et les comptes rendus intégraux des réunions qui ont eu lieu entre les membres du gouvernement fédéral et/ou flamand (concertation individuelle ou commune et en n'importe quelle qualité) et leurs cellules stratégiques et respectivement: M. Jean-Luc Dehaene, président du conseil d'administration de Dexia, M. Pierre Mariani, CEO de Dexia, M. Axel Miller, président du Comité de direction de l'époque, les représentants des actionnaires de Dexia SA et en particulier Arco et Ethias

— Le protocole d'accord entre l'État belge et l'État français en vue de la recapitalisation du Holding Dexia — gouvernement fédéral

— Les directives données par l'État belge au représentant du gouvernement

— Le plan de crise éventuel, s'il en existait un

Federale en Vlaamse regering — Ter beschikking gestelde documenten lagen ter inzage in de dataroom van de Kamer en mogelijkheid tot raadpleging in de dataroom van de Kanselarij

— De notulen en de integrale verslagen van de Ministerraden die handelen over Dexia NV, Dexia Bank België, Crédit local, Arco en Ethias alsook de documenten die in dossier werden gevoegd

— De (inkomende en uitgaande) correspondentie vanwege leden van de Federale en de Vlaamse regering en hun beleidscellen en respectievelijk Dexia NV, Dexia Bank België, *Crédit local*, Arco en Ethias alsook de integrale en beknopte verslagen van overlegvergaderingen tussen leden van de hiervoor vermelde entiteiten en beleidscellen

— De notulen en de integrale verslagen van vergaderingen die plaatsvonden tussen de toezichthouders, de Gouverneur van de Nationale Bank van België (NBB) en de leden van de federale regering en de Vlaamse regering alsook hun beleidscellen die handelen over Dexia NV, Dexia Bank België, *Crédit local*, Arco en Ethias alsook de documenten die in dossier werden gevoegd alsook de correspondentie

— De correspondentie, verslagen en notulen betreffende het overleg rond het hervormingsplan van Dexia NV tussen leden van de Commissie en/of de directoren en het Opvolgingsteam Dexia met de Federale regeringsleden en/of hun beleidscellen

— De correspondentie en de notulen en integrale verslagen van de vergaderingen die plaatsvonden tussen leden van de Federale en/of de Vlaamse regering (individueel overleg of gezamenlijk en onder eender welke hoedanigheid) en hun beleidscellen met respectievelijk: de heer Jean-Luc Dehaene, Voorzitter van de raad van bestuur van Dexia, de heer Pierre Mariani, CEO van Dexia, toenmalig voorzitter van het Directiecomité de heer Axel Miller, de vertegenwoordigers van de aandeelhouders van Dexia NV en in het bijzonder Arco en Ethias

— Het protocolakkoord tussen de Belgische en de Franse Staat met het oog op de herkapitalisatie van de Dexia Holding — federale regering

— De richtlijnen van de Belgische Staat aan de regeringsvertegenwoordiger

— Het eventuele crisisplan mocht deze bestaan

— Les modèles utilisés pour le calcul des contributions des États dans le cadre de l'opération de sauvetage: pour le prix d'acquisition de la banque et le calcul de la garantie pour la banque résiduelle — gouvernement fédéral

— Les dossiers et notifications du Conseil des ministres et du Conseil restreint où le dossier Dexia a été évoqué

— Toute la correspondance relative à Dexia échangée entre le gouvernement et/ou les ministres compétents et Dexia, la CE, le Caseteam, le Comité de pilotage, les administrateurs de Dexia et les autorités de surveillance

*
* *

*Conseils des ministres flamand, wallon et bruxellois
— à consulter dans la dataroom de la Chambre*

— Toutes les notifications et la correspondance disponibles des Conseils des ministres flamand, wallon et bruxellois qui concernent Dexia et le Holding Communal

Documents distribués aux membres

— Les comptes sociaux et consolidés de la banque-situation au 30 septembre 2011

— Avis des représentants des syndicats concernant le démantèlement du groupe

Documents que les membres ont pu consulter dans la dataroom de la Chambre

1. Aperçu des procès-verbaux du comité stratégique de Dexia SA pour la période 2005-2011 (jusqu'au 3/8/2011)

— Aperçu des procès-verbaux des conseils d'administration de Dexia SA pour la période allant du 7 octobre 2008 au 27 septembre 2011

— Rapports du Trustee à la Commission européenne concernant le respect des conditions par Dexia

— Conditions imposées par la Commission européenne (9/2/2010) en vertu de l'annexe I de la décision de la Commission européenne n° C 9/2009

— De modellen gebruikt voor de berekening van de bijdragen van de staten in de reddingsoperatie: voor de aankoopprijs van de bank en de berekening van de waarborg voor de restbank — federale regering

— Dossiers en notificaties van de Ministerraad en het kernkabinet waar Dexia ter sprake is gekomen

— Alle briefwisseling betreffende Dexia tussen de regering en/of de bevoegde ministers en Dexia, de EC, het Caseteam, het Pilotcomité, de bestuurders van Dexia en de toezichthouders

*
* *

Vlaamse, Waalse en Brusselse Ministerraden — inzage dataroom Kamer

— Alle beschikbare notificaties en briefwisseling van de Vlaamse, Waalse en Brusselse Ministerraden die te maken hebben met Dexia en de Gemeentelijke Holding

Aan de leden bezorgde documenten

— De geconsolideerde maatschappelijke rekeningen van de bank – toestand op 30 september 2011

— Adviezen van de vertegenwoordigers van de vakbonden m.b.t. de ontmanteling van de groep

Documenten die de leden, in de dataroom van de Kamer, konden raadplegen:

1. Overzicht van de notulen van het strategisch comité van Dexia NV periode 2005 – 2011 (tot 3/8/2011)

— Overzicht van de notulen van de raden van bestuur van Dexia NV voor de periode van 7 oktober 2008 tot 27 september 2011

— Verslagen van de Trustee aan de Europese Commissie over de naleving door Dexia van de voorwaarden

— Voorwaarden opgelegd door de Europese Commissie (9/2/2010) volgens Bijlage I van de beslissing van de Europese Commissie nr. C 9/2009

— Exposition des risques crédit (directs et garanties) sur les souverains PIIGS entre juin 2008 et septembre 2011

— Document de synthèse sur le processus de dégradation des notes de Dexia depuis le 1/1/2010

— Aperçu des rapports des commissaires de Dexia SA (Deloitte)

— Aperçu des procès-verbaux du Comité des nominations et des rémunérations de Dexia SA du 01/02/2007 au 10/03/2011

— Aperçu des procès-verbaux du comité d'audit et du comité de coordination du contrôle interne institué par le comité d'audit

— Aperçu des procès-verbaux du comité d'audit (et du comité des comptes et du comité de contrôle interne, des risques et de la conformité, qui y sont liés) pour la période allant du 6 novembre 2008 à septembre 2011

— Aperçu des procès-verbaux du comité d'audit et du comité de coordination du contrôle interne institué par celui-ci

— Aperçu des procès-verbaux du comité d'audit de Dexia Banque Belgique

— Aperçu des procès-verbaux du Comité de nomination et de rémunération, période 01/02/2007 du 10/03/2011, de Dexia SA

— aperçu des procès-verbaux du conseil d'administration de DCL, période 2005-2011 (jusqu'au 9/2011)

— Synthèse des procès-verbaux des conseils d'administration de Dexia Banque Belgique (conseil d'administration du 12 novembre 2008)

2. *PV des entretiens des experts avec les personnes non entendues par la commission:*

— M. Benoit Debroise, en charge des marchés financiers du groupe Dexia, (08 et 22. 12 2011)

— M. Johan Evenepoel, *responsable liquidity management* et produits de taux <2 ans chez DBB (19.12 2011)

— M. Manuel Hulet, responsable des *trading desk* chez Dexia (20.12 2011) + annexe

— Compte-rendu d'entretien bilatéral avec deux consultants (19/12/2011)

— Blootstelling aan het kredietrisico (direct en waarborgen) op de PIIGS-staatsschulden tussen juni 2008 en september 2011

— Synthesedocument over de afkalking van de rating van Dexia sinds 1/1/2010

— Overzicht van de verslagen van de commissarissen van Dexia NV (Deloitte)

— Overzicht van de notulen van het "Comité des nominations et des rémunérations" 01/02/2007 tot 10/03/2011 van Dexia NV.

— Overzicht van de notulen van het auditcomité en het "comité de coordination du contrôle interne" opgericht door het auditcomité

— Overzicht van de notulen van het auditcomité (en de gelieerde comités "Comité des comptes" en "Comité de contrôle interne, des risques et de la conformité") voor de periode van 6 november 2008 tot september 2011

— Overzicht van de notulen van het auditcomité en het "comité de coordination du contrôle interne" opgericht door het auditcomité

— Overzicht van de notulen van het auditcomité van Dexia Bank België

— Overzicht van de notulen van het Comité der Benoemingen en Bezoldigingen, periode 01/02/2007 tot 10/03/2011 van Dexia NV

— Overzicht van de notulen van de raad van bestuur van DCL periode 2005 – 2011 (tot 9/2011)

— Synthèse van de notulen van de raden van bestuur van Dexia Bank België (RvB van 12 november 2008)

2. *PV van de onderhouden van de experts met niet door de commissie gehoorde personen:*

— De heer Benoit Debroise, belast met de financiële markten van de Dexia groep (08 en 22. 12 2011)

— De heer Johan Evenepoel, hoofd *liquidity management* en renteproducten <2 jaar bij DBB (19.12 2011)

— De heer Manuel Hulet, hoofd van de *trading desk* bij Dexia (20.12 2011) + bijlage

— notulen van het bilateraal onderhoud met twee consultants (19/12/2011)

— M. Bernard Herman, conseiller de la SFPI sur le dossier Dexia (7.12 2011)

— M. Marc Lauwers, directeur retail et commercial banking Dexia (8.12 2011)

— M. G. Benoist, président du comité d'audit de Dexia (18 .01 2012)

— Mme. C. Linsel, auditeur général de Dexia SA (18.01 2012)

— De heer Bernard Herman, adviseur bij de FPIM wat het dossier-Dexia betreft (7.12 2011)

— De heer Marc Lauwers, directeur retail en commercial banking Dexia (8.12 2011)

— De heer G. Benoist, voorzitter van het auditcomité van Dexia (18.01 2012)

— Mevrouw C. Linsel, auditeur-generaal bij Dexia NV (18.01 2012)

SOMMAIRE	Pages	INHOUD	Blz.
I. Le développement du groupe Dexia 1996-2005	36	I. De evolutie van de Dexia-groep in de periode 1996-2005	36
1. Contexte et groupe comparatif	36	1. Context en vergelijkingsgroep	36
1. Depfa Bank	36	1. Depfa Bank	36
2. BNP Paribas	38	2. BNP Paribas	38
3. Deutsche Bank AG	40	3. Deutsche Bank AG	40
4. ING	41	4. ING	41
5. Mise en perspective	44	5. Perspectief	44
2. La fusion du Crédit Communal avec le Crédit Local de France	47	2. De fusie tussen het Gemeentekrediet en Crédit Local de France	47
1. Situation initiale	47	1. Beginsituatie	47
2. Circonstances de la fusion	48	2. Omstandigheden van de fusie	48
3. La structure de gouvernance	53	3. De governancestructuur	53
3. La stratégie d'expansion	59	3. De expansiestrategie	59
1. L'expansion géographique	59	1. De geografische expansie	59
2. La dilatation du bilan	65	2. De balansverruiming	65
II. La fuite en avant 2006-2008	67	II. De vlucht vooruit 2006-2008	67
1. Contexte et groupe comparatif	67	1. Context en vergelijkingsgroep	67
1. Depfa Bank	67	1. Depfa Bank	67
2. BNP Paribas	69	2. BNP Paribas	69
3. Deutsche Bank AG	70	3. Deutsche Bank AG	70
4. ING	71	4. ING	71
2. L'évolution du Groupe Dexia	73	2. Evolutie van de Dexia-groep	73
1. Evolution chiffrée du groupe Dexia	73	1. Cijfermatige evolutie van de Dexia-groep	73
2. Stratégie	74	2. Strategie	74
3. Gouvernance	79	3. Governance	79
4. Contrôle externe et réglementation	86	4. Externe controle en regelgeving	86
5. Influence de cette période sur le sort du groupe	90	5. De invloed van de periode op het lot van de groep	90
III. Le sauvetage d'octobre 2008	94	III. De redding van oktober 2008	94
1. Contexte et chronologie	94	1. Context en chronologie	94
1. Chronologie de la propagation de la crise	94	1. Chronologie van de ontwikkeling van de crisis	94
2. Caractéristiques particulières de Dexia	106	2. Bijzondere kenmerken van Dexia	106
2. L'augmentation de capital	112	2. De kapitaalverhoging	112
3. Les garanties	113	3. De waarborgen	113
4. Les changements dans la gouvernance	114	4. De wijzigingen in de governance	114
5. Les choix stratégiques et les options non retenues	116	5. De strategische keuzes en de niet in aanmerking genomen opties	116
1. Scénario "Bad Bank"	116	1. Bad bank-scenario	116
2. Adossement à un autre groupe ou reprise par un autre groupe	117	2. Aanleunen bij of overname door een andere groep	117
3. La scission du groupe	117	3. De splitsing van de groep	117
6. Influence sur le sort du groupe	118	6. Invloed op het lot van de groep	118
IV. Le deleveraging 2008-2011 et les exigences de la Commission européenne	120	IV. De deleveraging 2008-2011 en de eisen van de Europese Commissie	120
1. Contexte et groupe comparatif	120	1. Context en vergelijkingsgroep	120
1. Depfa Bank	120	1. Depfa Bank	120
2. BNP Paribas	122	2. BNP Paribas	122
3. Deutsche Bank AG	124	3. Deutsche Bank AG	124
4. ING	124	4. ING	124
5. Mise en perspective du caractère systémique des institutions ainsi que des signes de détresse financière	128	5. Perspectiefplaatsing van de systeemrelevantie van de instellingen en van de tekenen van een financiële noodsituatie	128

2. Options stratégiques	133	2. De strategische opties	133
1. La bad bank et la good bank	133	1. De bad bank en de good bank	133
2. Les cessions	149	2. De overdrachten	149
3. Le regroupement	158	3. De hergroepering	158
3. Les options tactiques	161	3. De tactische keuzes	161
1. L'accélération du deleveraging	161	1. Versnelde deleveraging	161
2. Les transferts	168	2. De transfers	168
3. Les sources de liquidités	183	3. De bronnen van liquiditeiten	183
4. Les conditions de la Commission européenne et l'exécution du plan	189	4. De voorwaarden van de Europese Commissie en de uitvoering van het plan	189
1. Discussions préalables à l'approbation	189	1. Besprekingen voorafgaan aan de goedkeuring	189
2. Les conditions du plan de redressement approuvé	192	2. De voorwaarden van het goedgekeurde herstelplan	192
3. La mise en oeuvre du plan de restructuration	196	3. De uitvoering van het herstructureringsplan	196
5. La gouvernance	200	5. De governance	200
1. L'organisation du groupe	200	1. De organisatie van de Groep	200
2. Le comité de direction	202	2. Het directiecomité	202
3. Le conseil d'administration	203	3. De raad van bestuur	203
4. Les comités du conseil	207	4. De comités van de raad	207
5. Les actionnaires de référence	215	5. De referentieaandeelhouders	215
6. Les filiales	225	6. De filialen	225
6. Le contrôle externe et la surveillance	228	6. De externe controle en het toezicht	228
1. La Commission européenne	228	1. De Europese Commissie	228
2. Le contrôle prudentiel	232	2. Het prudentieel toezicht	232
3. Les stress tests externes	237	3. De externe stresstests	237
4. L'audit externe	241	4. De externe doorlichting	241
5. Observations finales concernant le contrôle et la surveillance	242	5. Slotopmerkingen over controle en toezicht	242
V. Dexia et la crise souveraine	243	V. Dexia en de staatsschuldencrisis	243
1. L'incohérence de la politique européenne	243	1. De incoherentie van het Europese beleid	243
1. Problématique	243	1. Probleemstelling	243
2. Analyse	247	2. Analyse	247
3. Conclusion	252	3. Conclusie	252
2. La structure du bilan du groupe	253	2. De balansstructuur van de Groep	253
1. Les déséquilibres structurels du bilan	254	1. De structurele onevenwichtigheden van de balans	254
2. Evolution de l'exposition aux pays souverains à risque	260	2. Evolutie van de blootstelling aan soevereine risicolanden	260
3. Examen de l'exposition au risque souverain	266	3. Onderzoek van de risicoposities in staats-schuld	266
4. Analyse	273	4. Analyse	273
5. Conclusion	279	5. Conclusie	279
3. Les swaps	279	3. De swaps	279
1. Problématique	280	1. Probleemstelling	280
2. Évolution lors de la crise souveraine	285	2. Evolutie tijdens de staatsschuldencrisis	285
3. Solutions potentielles	287	3. Mogelijke oplossingen	287
4. Conclusion	293	4. Conclusie	293
4. Les agences de notation	294	4. De ratingbureaus	294
1. Problématique	295	1. Probleemstelling	295
2. Chronologie	297	2. Tijdpad	297
3. Analyse	306	3. Analyse	306
4. Conclusion	312	4. Conclusies	312
5. Annexe: processus de notation	313	5. Bijlage: ratingproces	313
5. L'influence des groupes de pression sur la gestion de Dexia	316	5. De invloed van de persiegroepen op het beheer van Dexia	316
1. Influences internes	316	1. Interne invloed	316
2. Le rôle de la presse	328	2. De rol van de pers	328

3. Le rôle des autres institutions	336	3. De rol van de andere instellingen	336
6. Les relations conflictuelles	339	6. De conflictueuze betrekkingen	339
1. L'opposition entre Dexia SA et Dexia Banque Belgique	340	1. De tegenstelling tussen Dexia NV en Dexia Bank België	340
2. Les conséquences internes de cette opposition	349	2. De interne gevolgen van het verzet	349
3. Les conséquences externes de cette opposition	353	3. De externe gevolgen van dat verzet	353
7. Les facteurs d'atténuation potentiels	356	7. De mogelijke verzachtende factoren	356
1. Les mécanismes de gestion du risque	356	1. De mechanismen inzake risicobeheer	356
2. Les autorités de supervision	360	2. De toezichhoudende autoriteiten	360
3. Les actionnaires de référence	364	3. De referentieaandeelhouders	364
4. Le soutien des États	365	4. De steun van de Staten	365
5. Conclusion	368	5. Conclusie	368
8. Analyse globale	370	8. Totaalanalyse	370
1. La question de l'intégrité du groupe	370	1. De eenheid van de groep	370
2. La question des responsabilités	373	2. Het vraagstuk van de verantwoordelijkheden	373
VI. Le démantèlement – octobre 2011	383	VI. De ontmanteling – oktober 2011	383
1. Contexte et chronologie	383	1. Context en chronologie	383
2. Les interventions d'État	386	2. De staatsinterventies	386
3. L'information des actionnaires	389	3. De informatie aan de aandeelhouders	389
4. Les conséquences pour certains actionnaires de référence	401	4. De gevolgen voor sommige referentieaandeelhouders	401

**RAPPORT
DU COLLÈGE D'EXPERTS**

Auteurs responsables du rapport

- Georges Hübner
- Ludo Swolfs

Ont participé à la rédaction du rapport (par ordre alphabétique):

- Mme Anne Françoise Compère;
- Mme Stéphanie Delhalle;
- M. Atanas Djondjourov;
- M. Steven Temmerman;
- M. Daniel Van Cutsem;
- M. heer Eric Vansteenkiste;
- M. Jean-Charles Wijnandts.

**VERSLAG VAN
HET COLLEGE VAN EXPERTEN**

Auteurs verantwoordelijk voor het verslag:

- Georges Hübner
- Ludo Swolfs

Aan de redactie van het verslag hebben meegewerkt (in alfabetische orde):

- mevrouw Anne Françoise Compère;
- mevrouw Stéphanie Delhalle;
- de heer Atanas Djondjourov;
- de heer Steven Temmerman;
- de heer Daniel Van Cutsem;
- de heer Eric Vansteenkiste;
- de heer Jean-Charles Wijnandts.

LISTE DES ACRONYMES

—

LIJST VAN AFKORTINGEN

ABS	Asset-backed securities
ACP	Autorité de Contrôle Prudentiel
AFS	Available for sale
AG	Assured Guaranty
AIG	American International Group
ALCO	ALM-committee
ALM	Assets and Liability Management
ANC	Agence de notation de crédit
APE	Agence des participations de l'Etat
AUD	Dollar australien
AUD	Australische Dollar
BBP	Bruto binnenlands product
BCE	Banque Centrale Européenne
BCG	Boston Consulting Group
BdF	Banque de France
BFSR	Bank Financial Strength Rating
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BIL	Banque Internationale à Luxembourg
BNB	Banque Nationale de Belgique
BP	Banque Postale
BRI	Banque des Règlements Internationaux
CA	Conseil d'administration
CAD	Dollar canadien
CAD	Canadese Dollar
CAECL	Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales
CB	Commission Bancaire (française)
CBFA	Commission Bancaire, Financière et des Assurances
CBFA	Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen
CBN	Commissie voor Boekhoudkundige Normen
CC	Crédit Communal
CD	Certificate of deposit
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
CDS	Credit Default Swap
CE	Commission Européenne
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CEE	Communauté Economique Européenne
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CHF	Franc suisse
CHF	Zwitserse Frank
CLF	Crédit local de France
CLO	Collateralized Loan Obligations
CNC	Commission des Normes Comptables
CNP	Caisse Nationale de Prévoyance

CP	Commercial paper
CPFF	Commercial paper funding facility
CRA	Credit Rating Agencies (également ANC)
CRD	Capital Requirements Directive
CREFS	Comité des risques et établissements financiers systémiques
CRM	Credit Risk Management
CSP	Credit Spread Portfolio
CSRSFI	Comité voor Systeemrisico's en Systeemrelevante Financiële Instellingen
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
CT	Court terme
DAM	Dexia Asset Management
DB	Deutsche Bank
DBB	Dexia Banque Belgique
DBB	Dexia Bank België
DBL	Dexia Banque Internationale à Luxembourg
DBL	Dexia Banque Internationale Luxembourg
DBS	Dexia Banka Slovensko
DCL	Dexia Crédit Local
DCL NY	DCL New York
DEP	Dexia Epargne-Pension
DIB	Dexia Insurance Belgium
DIS	Dexia Insurance Services
DKB	Dexia Kommunalkredit Bank
DKD	Dexia Kommunalbank Deutschland
DLG	Dexia Lettre de Gage
DMA	Dexia Municipal Agency
DNA	Dexia Next Ambition
DRH	Direction des ressources humaines
DSA	Dexia SA/NV
EBA	European Banking Authority
EC	Europese Commissie
ECAP	Economic Capital Assessment Process
ECB	European Central Bank
ECB	Europese Centrale Bank
EEG	Europese Economische Gemeenschap
ELA	Emergency liquidity assistance
EMU	Europese en Monetaire Unie
ESRB	European Systemic Risk Board
EU	Europese Unie
Fed	Federal Reserve Bank
FMI	Fonds Monétaire International
FOD	Federale Overheidsdienst
FP	Financial Products
FPIM	Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij

FSA	Financial Security Assurance
FSMA	Financial Services & Markets Authority
GIC	Guaranteed Investment Contract
GK	Gemeentekrediet
HC	Holding Communal
HELOC	Home Equity Line of Credit
HR	Human Resources
HRE	Hypo Real Estate
HRM	Human Resource Management
IAS	International Accounting Standards
ICAAP	Internal Capital Assessment Process
IDR	Issuer Default Rating
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	Internationaal Monetair Fonds
IR	Interest rate
IRBA	Internal Ratings Based Approach
IRS	Interest Rate Swap
ISR	Investissement socialement responsable
IT	Information Technology
JPY	Yen japonais
KA	Kommunalkredit Austria
KT	Korte Termijn
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LPMD	Legacy Portfolio Management Division
LT	Long terme
LT	Lange termijn
MBS	Mortgage-backed securities
MD	Managing Director
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
MMF	Money Market Funds
MT	Moyen terme
MT	Middellange termijn
MtM	Marked-to-Market (ou Mark-to-Market)
MXN	Peso mexicain
MXN	Mexicaanse Peso
NBB	Nationale Bank van België
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OIS	Overnight Index Swap
P&L	Profit & Loss statement
PIB	Produit intérieur brut
PIIGS	Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain
PKB	Prvá komunálna banka
PMMF	Prime Money Market Funds
PMO	Program Management Office

PSP	Public Sector Portfolio
PV	Procès-verbal
PV	Proces Verbaal
PWB	Public & Wholesale Banking
RAROC	Risk-Adjusted Return On Capital
RBC	Royal Bank of Canada
RBCD	RBC Dexia Investor Services
RCB	Retail & Commercial Banking
REIT	Real Estate Investment Trust
RH	Ressources humaines
RMBS	Residential mortgage-backed securities
RPI	Royal Park Investments
RvB	Raad van Bestuur
RWA	Risk-weighted assets
S&P	Standard & Poor's
SACP	Stand Alone Credit Profile
SBPA	Standby Bond Purchase Agreement
SCF	Société de Crédit Foncier
SEC	Securities and Exchange Commission
SFPI	Société Fédérale de Participations et d'Investissement
SGD	Dollar singapourien
SIV	Structured Investment Vehicle
SPE	Société productrice d'électricité
SPF	Service public fédéral
SPV	Special Purpose Vehicle
SRI	Socially Responsible Investments
TAF	Term Auction Facility
TFM	Treasury and Financial Markets
TMF	Trésorie et marchés financiers
TOB	Tender Option Bonds
UE	Union Européenne
UEM	Union Economique et Monétaire
USD	Dollar US
USD	US Dollar
VaR	Value-at Risk

PARTIE II

I. — LE DÉVELOPPEMENT DU GROUPE DEXIA 1996-2005

CHAPITRE 1^{ER}

Contexte et groupe comparatif

Afin de pouvoir mieux appréhender la situation de Dexia, quatre banques ont été sélectionnées pour illustrer l'évolution des institutions similaires sur la même période. Nous commençons par Depfa, qui est l'institution la plus proche de Dexia en termes de profil, et dont nous poursuivrons l'examen dans les diverses parties de ce rapport.

L'intérêt de l'approche réside dans le fait que nous constituons un "groupe de contrôle" qui servira à évaluer *in fine* la situation dans laquelle se trouve Dexia par rapport à des institutions européennes de référence au moment où le groupe fait face à la crise souveraine, partie-clef de ce rapport.

1. Depfa Bank

Depfa Bank plc est une banque Irlandaise fournissant des services bancaires et financiers principalement au secteur public. Depfa est créée en 1922 à Berlin comme une banque publique, elle est privatisée en 1991. En 1993 le groupe continue son expansion internationale. Le groupe est réorganisé en 2001/2002 et le siège social est déplacé à Dublin. Le groupe Depfa est depuis le 2 octobre 2007 détenu à 100 % par Hypo Real Estate group (HRE).

• 2002

Le groupe est réorganisé sur base de trois objectifs:

- *spin-off* de l'activité de propriété immobilière (*Property business*);
- déplacement du siège à Dublin;
- création d'une structure avec une banque universelle (multi-activité) comme maison mère et des banques spécialisées comme filiales.

• 2003

Depfa continue son expansion géographique et envisage d'étendre massivement son activité aux

DEEL II

I. — DE EVOLUTIE VAN DEXIA GROEP 1996-2005

HOOFDSTUK 1

Context en vergelijkingsgroep

Om een beter inzicht te verwerven in de situatie van Dexia, werden vier banken geselecteerd om de evolutie van gelijksoortige instellingen over dezelfde periode te illustreren. De eerste instelling is Depfa, die qua profiel het dichtst bij Dexia aanleunt. In de diverse onderdelen van dit verslag zal het onderzoek dienaangaande worden voortgezet.

Het belang van deze aanpak ligt in het feit dat aldus een "controlegroep" wordt gevormd, met het oog op de uiteindelijke evaluatie van de situatie waarin Dexia zich bevindt ten opzichte van de Europese referentie-instellingen op het ogenblik dat de groep het hoofd moet bieden aan de staatsschuldencrisis – een cruciaal onderdeel van dit verslag.

1. Depfa Bank

Depfa Bank plc is een Ierse bank die voornamelijk aan de overheid bankdiensten en financiële diensten levert. Depfa, in 1922 opgericht in Berlijn als een staatsbank, wordt in 1991 geprivatiseerd. In 1993 gaat de groep door met zijn internationale expansie. De groep wordt gereorganiseerd in 2001/2002 en de maatschappelijke zetel wordt naar Dublin overgebracht. De Depfa-groep is sinds 2 oktober 2007 voor 100 % in handen van Hypo Real Estate Group (HRE).

• 2002

De groep wordt gereorganiseerd op grond van drie doelstellingen:

- *spin-off* van de vastgoedactiviteit (*property business*);
- overbrenging van de maatschappelijke zetel naar Dublin;
- oprichting van een structuur met een universele bank (diverse activiteiten) als moederonderneming, en gespecialiseerde banken als dochterondernemingen.

• 2003

Depfa zet zijn geografische uitbreiding voort. De bank heeft plannen om de Verenigde Staten te

États-Unis et espère entrer dans le domaine de l'assurance en proposant des garanties sur les obligations municipales. Parallèlement, la banque a continué de développer son activité en Asie et en Australie. En termes de liquidités, la banque se porte bien et n'éprouve aucune difficulté à financer ses activités expansionnistes.

- 2004

Depfa commence des activités de rehaussement de crédit aux États-Unis (Californie & Pennsylvanie).

L'institution a connu une évolution stable de son actif total durant la période 2002 à 2005, l'activité florissante et la situation stable du marché lui a permis d'étendre ses activités notamment en commençant des activités de rehaussement de crédit aux États-Unis.

En 2002, le résultat de l'entreprise n'était pas brillant, et la perte s'élevait à plus de 500 millions d'euros. Néanmoins la banque a pu rapidement redresser la situation et dès 2003, les revenus de Depfa ont également suivi un parcours stable jusqu'en 2005.

Le *rating* de la société n'a pas changé durant cette période, reflétant la stabilité financière de l'institution et de ses perspectives à long terme.

En 2004, l'actif du bilan se composait à 48,3 % de prêts et avances aux clients 32,5 % d'investissements financiers ainsi que de 15,3 % de prêts et avances à des banques. En 2005, les prêts aux clients étaient passés à 50,9 %, les investissements financiers ont diminué à 25,7 % et les prêts aux banques ont augmenté à 18,8 %.

Les fonds propres de la société s'élevaient en 2004 à 56,4 % tandis que les dettes aux autres banques ne représentaient que 31,5 %. Cette structure saine n'a guère évolué en 2005.

Le volume de produits dérivés en termes de montant nominal a quant à lui sensiblement augmenté entre 2004 et 2005 (223 504 millions d'euros en 2004 contre 314 910 millions d'euros en 2005).

L'actif en 2005 était principalement composé d'éléments ayant une maturité supérieure à un an (62,5 % du total bilantaire). Le passif quant à lui était réparti de façon assez égale entre les différentes maturités.

veroveren en hoopt voet aan de grond te krijgen in de verzekeringssector, door waarborgen op gemeenteobligaties aan te bieden. Tegelijk heeft de bank haar activiteiten in Azië en in Australië verder uitgebouwd. De bank heeft geen liquiditeitsproblemen en kan probleemloos haar expansiedrift financieren.

- 2004

Depfa treft maatregelen om haar krediet in de Verenigde Staten te verhogen (Californië en Pennsylvania).

In de periode 2002 tot 2005 evolueerde het totale actief van de instelling op stabiele wijze; dankzij haar florissante activiteiten en de stabiele markt kon zij haar bedrijvigheid uitbreiden, meer bepaald door met kredietverhogingsactiviteiten in de Verenigde Staten van start te gaan.

In 2002 kon de onderneming geen schitterende resultaten voorleggen en liep het verlies op tot 500 miljoen euro. Desondanks slaagde de bank erin de toestand weer recht te trekken; vanaf 2003 tot in 2005 genereerde Depfa dan ook stabiele inkomsten.

Aangezien de bank in die periode financieel stabiel was en degelijke vooruitzichten op lange termijn had, bleef de *rating* ongewijzigd.

In 2004 bestonden de activa op de balans voor 48,3 % uit leningen en voorschotten aan klanten, voor 32,5 % uit financiële investeringen en voor 15,3 % uit leningen en voorschotten aan banken. In 2005 waren de klantenleningen opgelopen tot 50,9 %, bedroegen de financiële investeringen nog slechts 25,7 % en waren de bankleningen gestegen tot 18,8 %.

De eigen middelen van de vennootschap bedroegen in 2004 56,4 %, terwijl het schuldpercentage aan andere banken slechts 31,5 % bedroeg. Die gezonde structuur bleef in 2005 zo goed als overeind.

Het volume aan afgeleide producten in nominale cijfers steeg daarentegen aanzienlijk tussen 2004 en 2005 (223 504 miljoen euro in 2004, ten aanzien van 314 910 miljoen euro in 2005).

De activa bestonden in 2005 voornamelijk uit elementen met een looptijd van meer dan één jaar (62,5 % van het balanstotaal). De passiva waren vrij evenwichtig gespreid over de diverse looptijden.

2. BNP Paribas

BNP Paribas est un groupe français né d'une fusion en 2000 entre BNP (Banque nationale de Paris) et Paribas qui en fait un important groupe au niveau européen. Le nouveau groupe a également une politique de croissance basée sur des acquisitions leur ouvrant de nouveaux marchés.

• 2001

Acquisition de BancWest, cinquième groupe bancaire aux États-Unis. Cette acquisition ouvre à BNP les portes du marché de la banque de détail sur le continent américain avec un positionnement principalement sur la côte Ouest et dans les îles du Pacifique.

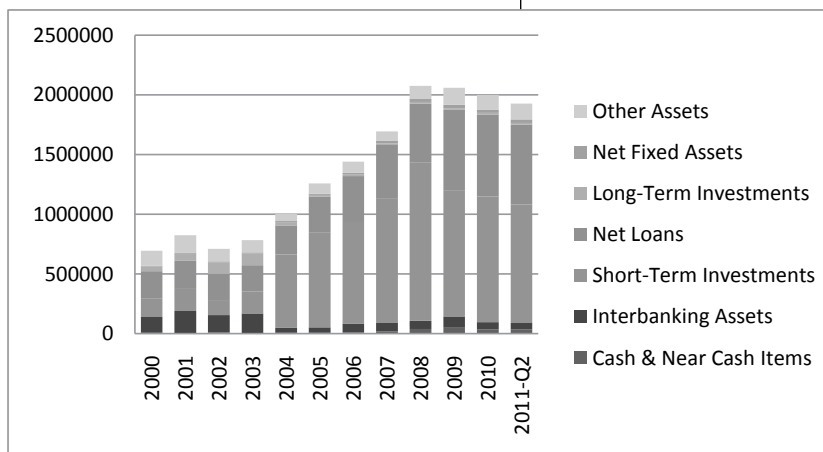
• 2002

Ouverture d'une filiale en Algérie (BNP El Djazair) et acquisition du réseau de ABN Amro au Maroc ce qui renforce la position du groupe sur ce marché.

• 2005

Acquisition via BancWest de Commercial Federal Corporation et United California Bank (4^e banque de Californie à l'époque). Ces opérations cadrent avec la stratégie de BNP de développer son réseau de banques de détail aux USA.

Évolution de l'actif (en millions d'euros)¹



Du point de vue bilantaire, une forte croissance des actifs à court-terme est amorcée entre 2003 et 2004 portée par le début d'une reprise sur les marchés

¹ Les informations relatives aux banques ont été obtenues par le moyen des rapports annuels disponibles publiquement et de la base de données financières de Bloomberg.

2. BNP Paribas

BNP Paribas is een Franse groep die in 2000 is ontstaan door een fusie van BNP (*Banque nationale de Paris*) en Paribas, wat de groep tot een belangrijke speler op de Europese markt maakt. De nieuwe groep hanteert bovendien een groeibeleid op grond van overnames, waardoor nieuwe markten worden aangeboord.

• 2001

Overname van BancWest, de vijfde bankengroep in de Verenigde Staten. Dankzij die overname krijgt BNP Paribas toegang tot de retailbanken op het Amerikaanse continent, voornamelijk aan de westkust en op de eilanden van de Stille Oceaan.

• 2002

Opening van een dochteronderneming in Algerije (BNP El Djazair) en overname van het netwerk van ABN Amro in Marokko, waardoor de groep zijn greep op die markt verstevigt.

• 2005

Overname via BancWest van *Commercial Federal Corporation* en *United California Bank* (destijds de vierde bank in Californië). Deze overnames zijn ingebed in de strategie van BNP Paribas die erop gericht is zijn netwerk van retailbanken in de VS uit te bouwen.

Evolutie van de activa (in miljoen euro)¹

Wat de balans betreft, wordt tussen 2003 en 2004 een forse groei van de kortetermijnactiva aangevat die wordt gedragen door een beginnende heropleving op

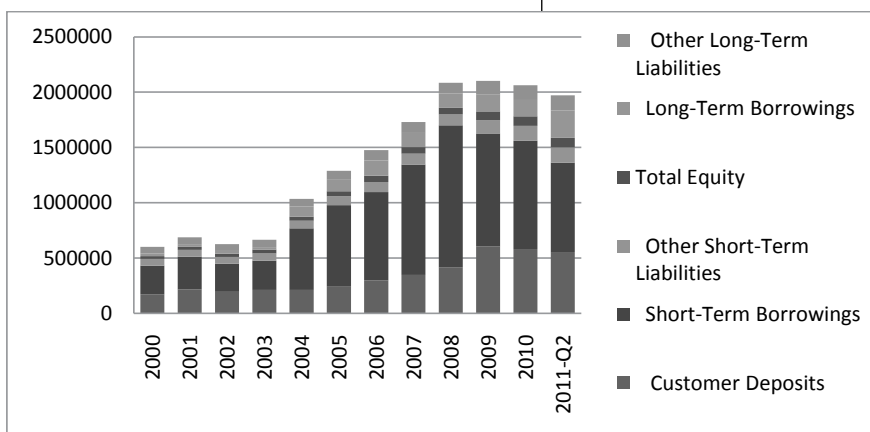
¹ De inlichtingen betreffende de banken werden verkregen via de publiekelijk beschikbare jaarverslagen en de financiëlegegevensbank van Bloomberg.

financiers à partir de 2003 qui va se prolonger jusqu'à l'éclatement de la crise des subprimes. Une conséquence directe est l'augmentation des valeurs détenues en portefeuille de transactions: les titres à revenus fixes augmentent de 21 % et les actions de 37 %.

Le poste des prêts nets connaît également une croissance à cette époque sous l'impulsion des crédits de trésorerie et des crédits à l'habitat (prêts immobiliers). Ces augmentations s'expliquent par la conjoncture plus favorable à l'époque ainsi que par le développement du marché de l'immobilier préalable à la crise des prêts hypothécaires. Les titres reçus en pensions augmentent également. Le poste des prêts à la clientèle atteint 273 milliards d'euros en 2005. Entre 2005 et 2006 l'augmentation est à nouveau portée par les prêts à la clientèle en croissance de 30 % à 356 milliards d'euros.

On constate une forte augmentation des obligations d'état. Le portefeuille de transactions passe en effet de 38 à 73 milliards d'euros en valeur soit une augmentation de 92 %. Ce montant va se réduire progressivement au cours des années. Les produits dérivés augmentent de 33 % à 191 milliards d'euros, les opérations de pensions augmentent de 21 % à 200 milliards d'euros et les actions et autres titres à revenus variables de 30 % à 118 milliards d'euros.

Évolution du passif (en millions d'euros):



Les comptes créditeurs de la clientèle s'élèvent à 237,7 milliards d'euros en 2004 (+12,9 %). Cette évolution résulte de l'augmentation conjuguée des comptes ordinaires (+ 21,3 % à 84,3 milliards d'euros), des comptes à terme et des comptes d'épargne, en hausse respectivement de 5 % et 8,4 % et des opérations de pensions qui ont augmenté de 16,1 % à 41,4 milliards d'euros. Cette tendance se poursuit en 2005 où les dépôts ont augmenté de 17 % à 247,5 milliards d'euros. Les comptes ordinaires créditeurs s'élèvent à 102,9

de financière marchés vanaf 2003 welke zal aanhouden totdat de subprimecrisis zal uitbreken. Een direct gevolg daarvan is de verhoging van de waarden in de transactieportefeuille: de vastrentende effecten stijgen met 21 % en de aandelen met 37 %.

Tijdens die periode stijgt ook de post van de netto-leningen onder de impuls van de schatkistkredieten en van de woningkredieten (vastgoedleningen). Die stijgingen worden verklaard door de gunstige conjunctuur en door de ontwikkeling van de vastgoedmarkt vóór de crisis van de hypotheekleningen. Ook de effecten op repo stijgen. De post van de leningen aan de klanten bereikt in 2005 273 miljard euro. Tussen 2005 en 2006 wordt de stijging andermaal gedragen door de leningen aan de klanten die met 30 % toenemen tot 356 miljard euro.

De staatsobligaties stijgen fors. De transactieportefeuille stijgt immers in waarde van 38 naar 73 miljard euro, wat neerkomt op een stijging met 92 %. Dat bedrag zal in de loop der jaren geleidelijk afnemen. De afgeleide producten stijgen met 33 % tot 191 miljard euro, de pensioenverrichtingen stijgen met 21 % tot 200 miljard euro en de aandelen en andere niet-vastrentende effecten met 30 % tot 118 miljard euro.

Evolutie van de passiva (in miljoen euro):

De rekeningen met een creditsaldo van de klanten bedragen in 2004 237,7 miljard euro (+12,9 %). Die evolutie vloeit voort uit de stijging van de gewone rekeningen (+ 21,3 % tot 84,3 miljard euro), van de termijn- en spaarrekeningen, die respectievelijk met 5 % en 8,4 % stijgen én van de pensioenverrichtingen die zijn gestegen met 16,1 % tot 41,4 miljard euro. Die tendens wordt voortgezet in 2005 met een toename van de deposito's met 17 % tot 247,5 miljard euro. De gewone rekeningen met een creditsaldo lopen op tot 102,9 miljard euro

milliards d'euros (+ 22,1 %). Les comptes à termes et les bons de caisse sont en hausse respectivement de 17,2 % et de 39,4 % par rapport à 2004. Le principal déterminant de cette hausse est l'augmentation du réseau de banques de détail résultant des acquisitions réalisées par le groupe.

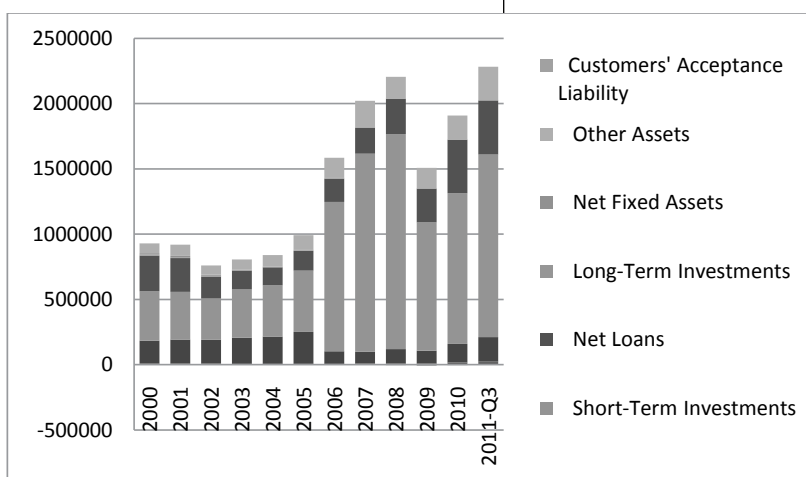
3. Deutsche Bank AG (DB)

Deutsche Bank est un groupe allemand fondé en 1870 à Francfort et présent dans 75 pays à travers le monde. Elle est la 8^e banque européenne par capitalisation en 2011.

• 2004

Acquisition de Berkshire Mortgage Finance, filiale du groupe américain Berkshire, avec comme objectif de renforcer la position du groupe sur le marché des prêts immobiliers.

Évolution de l'actif (en millions d'euros)



On peut voir que les investissements à court-terme augmentent en 2005 sous l'effet d'une hausse de 20 % des actifs de trading à 448 milliards d'euros. Pratiquement la moitié de cette augmentation est due aux titres à revenus fixes alors que 35 % de la hausse peuvent être attribué aux titres à revenus variables.

Les prêts ont augmenté de 11 % à 151 335 milliards d'euros et cette augmentation est pratiquement entièrement due à aux prêts au secteur manufacturier et aux ménages (hors prêts hypothécaires) en dehors de l'Allemagne.

Les autres actifs augmentent de 33 % à 99 382 milliards d'euros qui se répartissent entre les actifs liés aux opérations de courtage et les prêts détenus pour la revente.

(+ 22,1 %). De termijnrekeningen en de kasbons stijgen respectievelijk met 17,2 % en 39,4 % in vergelijking met 2004. Die stijging is vooral het gevolg van de uitbreiding van het net van de retailbanken door de aankopen van de groep.

3. Deutsche Bank AG (DB)

Deutsche Bank is een Duitse groep die in 1870 werd opgericht in Frankfurt en die in 75 landen aanwezig is. Het is de 8^e Europese bank door kapitalisatie in 2011.

• 2004

Verwerving van Berkshire Mortgage Finance, dochtermaatschappij van de Amerikaanse groep Berkshire, met de bedoeling de positie van de groep op de markt van de vastgoedleningen te versterken.

Evolutie van de activa (in miljoen euro)

Het is duidelijk dat de kortetermijninvesteringen in 2005 toenemen tengevolge van een stijging met 20 % van de tradingactiva tot 448 miljard euro. Bijna de helft van die toename is toe te schrijven aan vastrentende effecten, terwijl 35 % van de stijging kan worden toegeschreven aan de niet-vastrentende effecten.

De leningen zijn met 11 % toegenomen tot 151 335 miljard euro, en die toename vloeit bijna volledig voort uit de leningen aan de nijverheidssector en de gezinnen (exclusief hypothecaire leningen) buiten Duitsland.

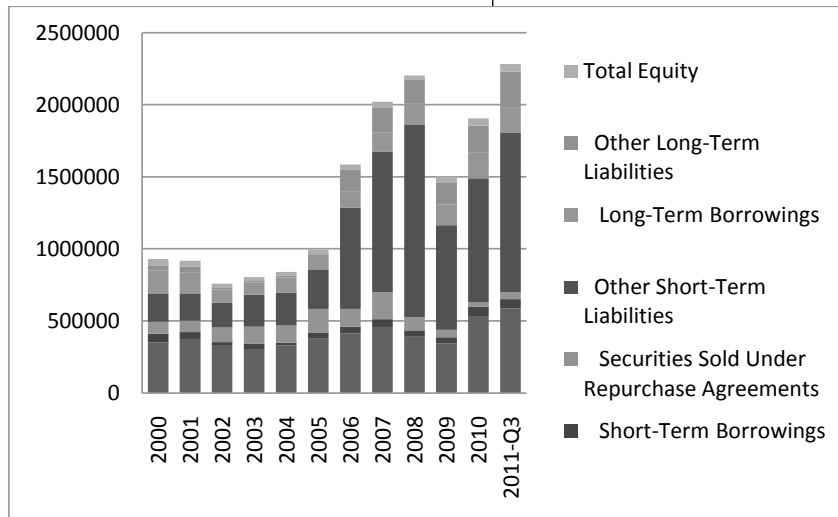
De andere activa nemen met 33 % toe tot 99 382 miljard euro, die zijn gespreid over de activa in verband met makelarij en de voor verkoop aangehouden leningen.

Évolution du passif (en millions d'euros)

Les dépôts augmentent en 2005 de 18,75 % à 380 787 milliards d'euros sous l'influence des dépôts à vues et des certificats de dépôts pour un tiers et les autres types de dépôts pour un autre tiers (hors Allemagne dans les deux cas).

Evolutie van de passiva (in miljoen euro)

De deposito's namen in 2005 met 18,75 % toe tot 380 787 miljard euro onder invloed van de zichtdeposito's en depositocertificaten voor een bepaalde derde en de andere vormen van deposito's voor een andere derde (in beide gevallen met uitzondering van Duitsland).



4. ING

ING, (*Internationale Nederlanden Groep*), est une institution financière internationale de banques et assurances d'origine néerlandaise. Sa croissance externe fût assez rapide. Ainsi, fin 2007, elle était la deuxième banque de détail mondiale avec plus de 338 milliards d'euros en épargne juste après Mitsubishi UFJ Financial Group. ING a perdu 68,7 % en un an à cause de la crise financière de 2008. Elle a ensuite été en partie nationalisée par le gouvernement néerlandais Balkenende avec une recapitalisation de plus de 10 milliards d'euros. ING dispose maintenant d'une forte implantation internationale (Pays-Bas, Belgique, ailleurs en Europe, Amérique du Nord, Asie, Amérique du Sud, Australie,...).

1995 à 2002

ING va faire un grand nombre d'acquisitions, à savoir, la banque d'investissement Barings (en cessation de paiement) et de son activité de gestion pour compte de tiers, Equitable of Iowa (assurances US), Bruxelles Lambert (importante banque belge), BHF-Bank (Allemagne), ReliaStar, Aetna Financial Services et Aetna International (assurances US), la Banque Slaski (Pologne), Seguros Comercial América (assurances Mexique) et DiBa Bank (Allemagne).

4. ING

ING (Internationale Nederlanden Groep) is een internationale financiële instelling van banken en verzekeraars van Nederlandse oorsprong. De externe groei ervan verliep vrij snel. Zo was ze eind 2007 wereldwijd de tweede grootste retail-bank met meer dan 338 miljard euro spaartegoeden, net na Mitsubishi UFJ Financial Group. ING heeft in één jaar 68,7 % verloren wegens de financiële crisis van 2008. Daarna werd ze gedeeltelijk genationaliseerd door de Nederlandse regering-Balkenende, met een herkapitalisatie van meer dan 10 miljard euro. Vandaag is ING internationaal sterk aanwezig (Nederland, België, elders in Europa, Noord-Amerika, Azië, Zuid-Amerika, Australië, enzovoort).

1995 tot 2002

ING zal tot talrijke overnames overgaan, te weten de Barings-investeringsbank (staking van betaling), alsmede via haar beheersactiviteit voor derden, Equitable of Iowa (VS-verzekeraar), Brussel/Lambert (grote Belgische bank), BHF-Bank (Duitsland), ReliaStar, Aetna Financial Services en Aetna International (VS-verzekeraar), Bank Slaski (Polen), Seguros Comercial América (Mexicaanse verzekeraar) en DiBa Bank (Duitsland).

2005

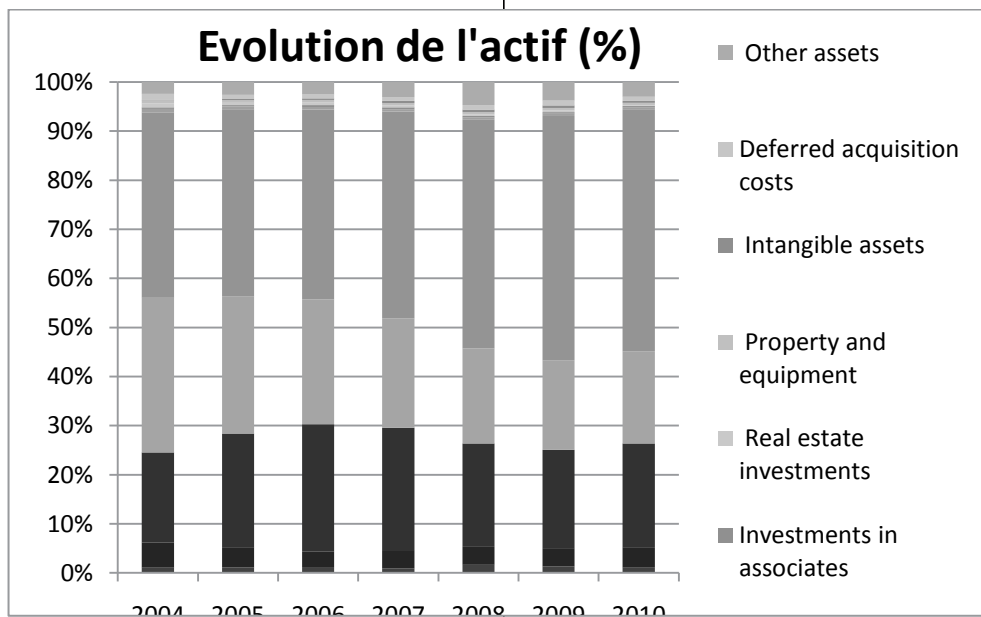
ING poursuit sa collaboration avec l'établissement bancaire coréen Kookmin Bank par la création d'une nouvelle coentreprise commune en assurance (ING contrôle 49 % de la l'entreprise commune qui distribue des produits d'assurance par l'intermédiaire de 1 100 agences de l'établissement bancaire coréen). ING est le quatrième groupe financier européen, présent dans l'assurance (60 %) et la banque (40 %).

Évolution de l'actif

2005

ING zet haar samenwerking met de Koreaanse Kookmin Bank voort door een nieuwe *joint venture* in verzekeringen op te richten (ING controleert 49 % van de *joint venture* die verzekeringsproducten verkoopt via 1 100 vestigingen van de Koreaanse bankinstelling). ING is de vierde Europese financiële groep, met een aanwezigheid in het verzekerings- (60 %) en het bankwezen (40 %).

Evolutie van de activa

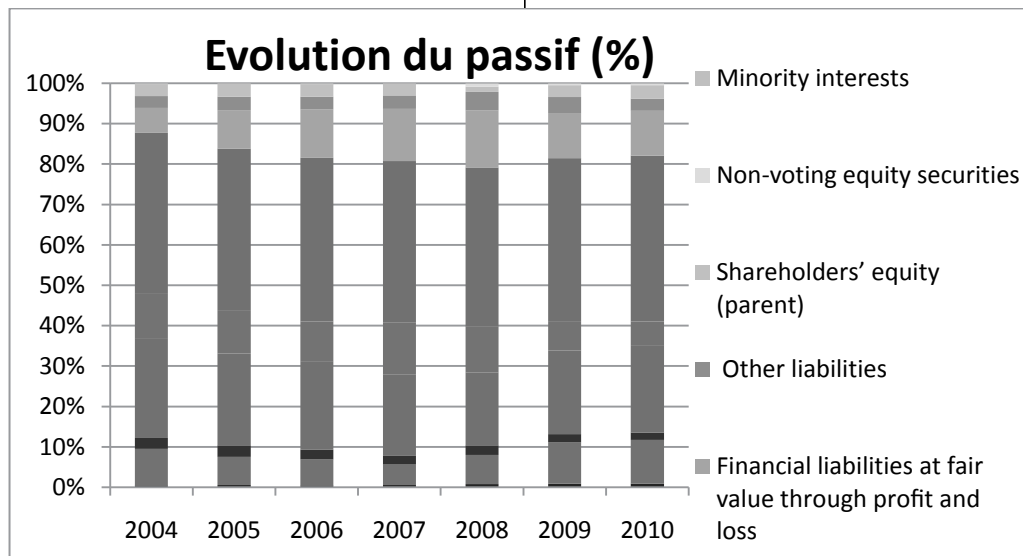


De 2004 à 2010, les prêts et créances à la clientèle n'ont cessé d'augmenter alors que les investissements ont diminué, ce qui est également le cas pour Dexia SA. Les actifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de résultat ont augmenté jusqu'en 2006, sont restés constants en 2007 pour ensuite diminuer en 2008.

Tussen 2004 en 2010 zijn de kredieten aan en vorderingen op klanten alleen maar toegenomen, terwijl de investeringen afnamen; dat is ook het geval voor Dexia NV. De financiële activa tegen reële waarde via de resultatenrekening stegen tot 2006, bleven constant in 2007 en namen vervolgens af in 2008.

Évolution du passif

Evolutie van de passiva

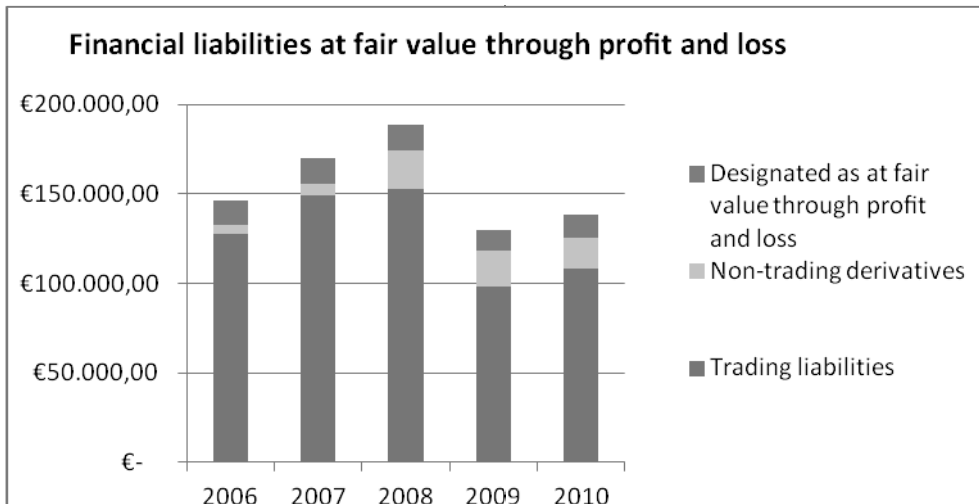


La composition du passif n'a pas évolué de manière importante de 2004 à 2008. Les dépôts de clients et les autres fonds en dépôt ont augmenté légèrement de 2004 à 2008, ont diminué en 2009 et ont augmenté de nouveau légèrement en 2010. C'est également le cas des passifs financiers évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultat. Ces derniers sont principalement composés de passifs de *trading*. Les dérivés non-trading ont augmenté à partir de 2008 et ont occupé une part un peu plus importante dans le total (d'environ 5 % de 2005 à 2007 à environ 15 % en 2008, 2009 et 2010) comme nous pouvons le constater sur le graphique qui suit. Les obligations en circulation ont diminué de 2004 à 2007 et ont augmenté de 2008 à 2010. Les assurances et contrats d'investissements ont légèrement diminué jusqu'en 2008 puis ont augmenté en 2009. Les dettes envers les établissements de crédit ont également augmenté jusqu'en 2007 et ont ensuite subi des diminutions, plus marquées en 2009.

En ce qui concerne Dexia SA, le passif est principalement composé de titres de créance (qui ont diminué jusque en 2008), de dettes envers les établissements de crédit (qui ont diminués en 2009 et 2010) et d'emprunts aux clients et dépôts (qui ont subi une diminution en 2008), ainsi que de dérivés dans une moindre mesure (qui ont augmenté en 2008).

De samenstelling van de passiva onderging tussen 2004 en 2008 geen belangrijke veranderingen. De klantendeposito's en de andere depositofondsen stegen enigszins tussen 2004 tot 2008, namen af in 2009 en stegen in 2010 opnieuw licht. Dat geldt ook voor de financiële passiva tegen reële waarde via de resultatenrekening. Die laatste bestaan hoofdzakelijk uit passiva voor tradingverrichtingen. De derivaten voor andere dan tradingdoeleinden namen toe vanaf 2008 en besloegen geleidelijk een groter aandeel van het totaal (van ongeveer 5 % van 2005 tot 2007 tot ongeveer 15 % in 2008, 2009 en 2010), zoals blijkt uit onderstaande grafiek. De obligaties in omloop namen af tussen 2004 en 2007, en stegen vervolgens tussen 2008 en 2010. De beleggingsverzekeringen en -overeenkomsten namen licht af tot in 2008 en stegen vervolgens tot 2009. De schulden aan kredietinstellingen namen eveneens toe tot in 2007, waarna ze weer afnamen, vooral in 2009.

Wat Dexia NV betreft, bestaan de passiva voornamelijk uit schuldvorderingseffecten (daling in 2008), schulden aan kredietinstellingen (daling in 2009 en 2010) en kredieten aan klanten en deposito's (daling in 2008), alsook uit derivaten, zij het in mindere mate (stijging in 2008).



5. Mise en perspective

Avant de développer de manière plus approfondie l'évolution des institutions financières faisant partie du groupe de comparaison, il est intéressant pour la suite de l'analyse de constater que même si les grands groupes bancaires européens ont tous connu une forte croissance au cours des périodes clés ayant jalonné le parcours du groupe franco-belge, leur modèle de croissance n'a pas été uniforme.

Il est ainsi possible de dégager un premier groupe de banques ayant eu recours à un modèle ne s'appuyant que marginalement sur le métier de base de banque de détail pour privilégier une croissance de leur portefeuille de trading financée en priorité par un recours à des formes de financement à court terme autres que la base de dépôt de la clientèle. Il serait cependant incorrect de déclarer que ces banques n'ont pas augmenté leur base de dépôts à la marge au cours de la période puisque dans la majorité des cas, elles ont également procédé à des acquisitions de banques commerciales profitant d'un large réseau d'agences. Parmi les institutions de ce premier groupe, il y a BNP-Paribas et la DB mais également la Société Générale qui, comme l'illustre les deux tableaux ci-dessous, a également complété sa stratégie d'expansion bilantaire via les postes d'actifs à court-terme (principalement les actifs de *trading*) par une croissance non négligeable des prêts nets, à la clientèle via des acquisitions de banques spécialisées dans ce marché. Les acquisitions de Delta Credit et Rusfinance en Russie peuvent être cités en exemple.

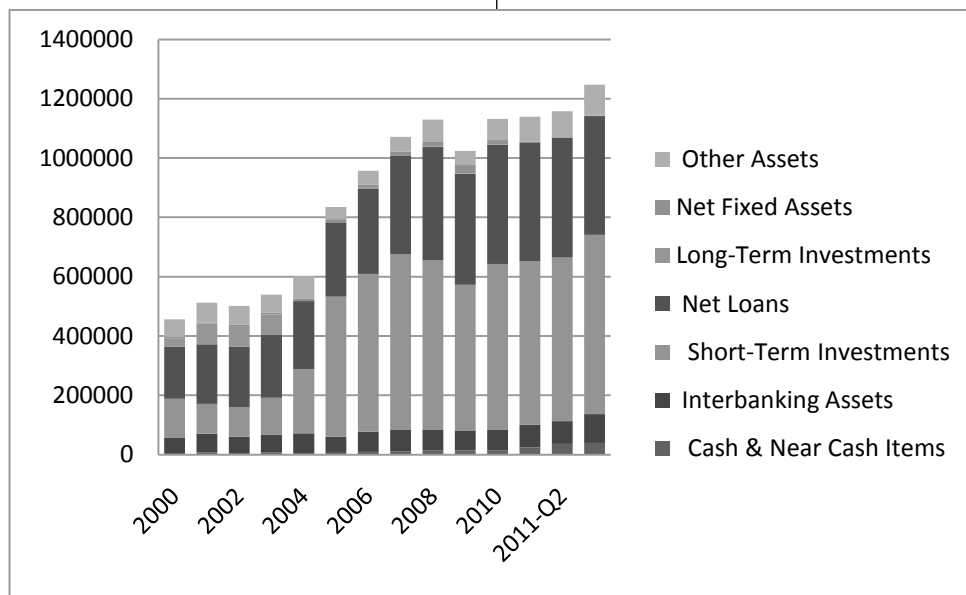
5. Perspectief

Alvorens dieper in te gaan op de ontwikkeling van de financiële instellingen die van de controlegroep deel uitmaken, is het voor het vervolg van het onderzoek interessant om vast te stellen dat de grote Europese bankgroepen allemaal een sterke groei hebben gekend tijdens de sleutelperiodes die het traject van de Frans-Belgische groep hebben gekenmerkt, maar dat hun groeimodel niet hetzelfde is geweest.

Zo kan worden vastgesteld dat een eerste groep banken gebruik heeft gemaakt van een model dat slechts marginaal stoelt op het basisberoep van retailbanking, waarbij voorrang werd gegeven aan een groei van de tradingportefeuille; daarvoor werd in de eerste plaats een beroep gedaan op andere vormen van kortetermijn-financiering dan de klantendepositobasis. Niettemin zou het onjuist zijn te stellen dat die banken hun depositobasis in de marge niet hebben verhoogd in de betrokken periode, aangezien de meeste van hen ook handelsbanken met een uitgebreid kantorennetwerk hebben overgenomen. Tot de instellingen van die eerste groep behoren onder meer BNP-Paribas en DB, maar ook de Société Générale, die, zoals de twee onderstaande grafieken illustreren, niet alleen zijn balans heeft willen doen aangroeien via de kortemijnactiva (hoofdzakelijk activa voor tradingdoeleinden), maar tegelijkertijd de nettokredieten aan de klanten fors heeft willen doen toenemen via overnames van terzake gespecialiseerde banken. Voorbeelden zijn de overnames van Delta Credit en het Russische Rusfinance.

Évolution de l'actif de la Société Générale (en millions d'euros)

Evolutie van de activa van de Société Générale (in miljoen euro)

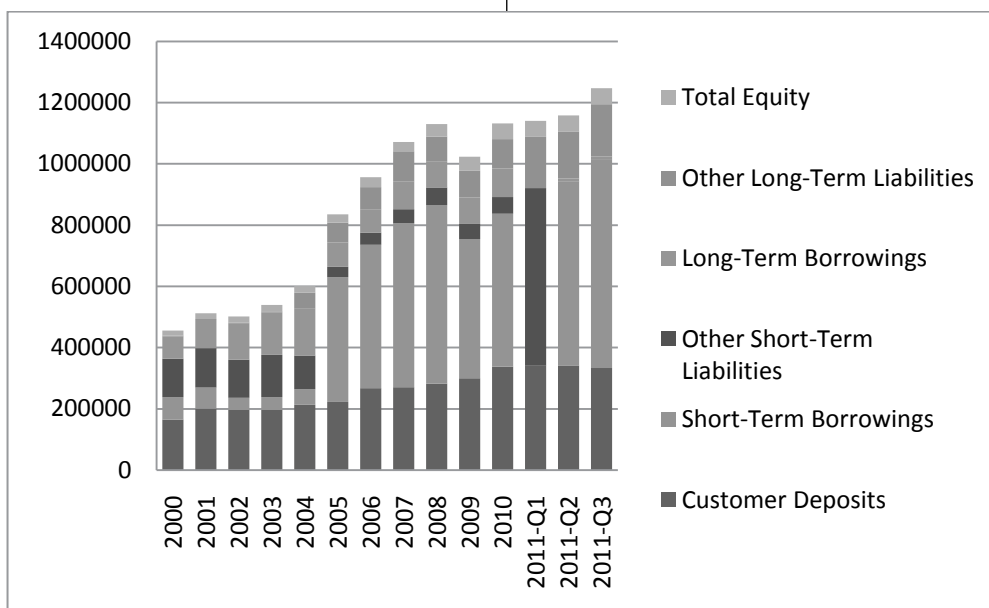


L'évolution du passif est également similaire aux autres banques de ce premier groupe avec principalement un financement de l'expansion bilantaire via des emprunts à court et long terme autres que les dépôts des clients. Une augmentation non négligeable de cette base de dépôts est toutefois atteinte via une stratégie d'acquisitions dans des pays comme la Slovénie (SKB), la Serbie (Société Générale Srbija), la Russie (Rosbank), la Croatie (SG Splitska Banka) ou encore la Roumanie (BRD).

Ook de evolutie van de passiva is vergelijkbaar met die van de andere banken van de eerste groep, met vooral een financiering van de balansuitbreiding via korte- en langetermijnleningen, los van klantendeposito's. Niettemin wordt een niet onaanzienlijke verhoging van die depositobasis bewerkstelligd door een strategie gericht op aankopen in landen als Slovenië (SKB), Servië (Société Générale Srbija), Rusland (Rosbank), Kroatië (SG Splitska Banka) en ook Roemenië (BRD).

Évolution du passif de la Société Générale (en millions d'euros)

Evolutie van de passiva van de Société Générale (in miljoen euro)

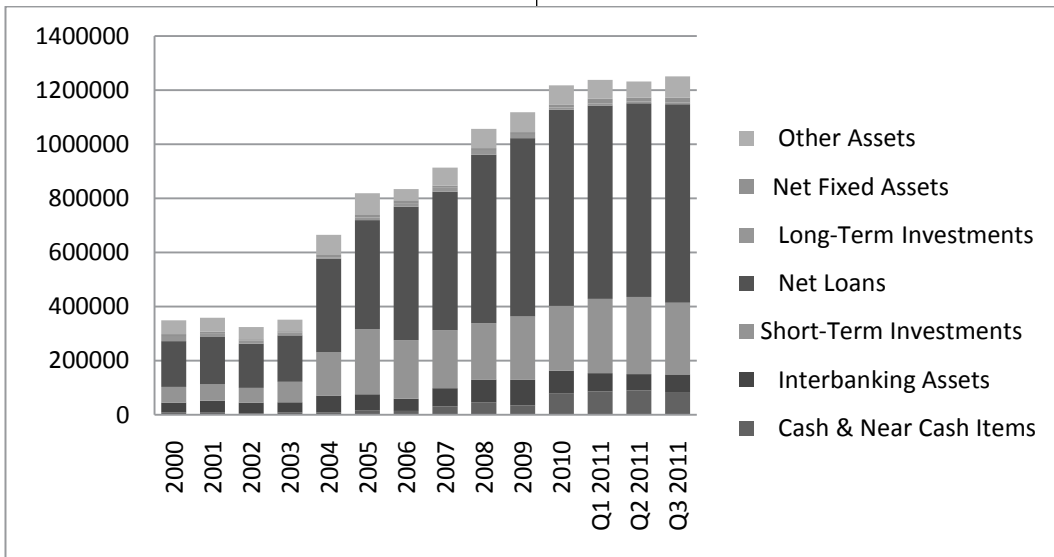


Un second groupe de banques est constitué par des groupes tels que Banco Santander et ING ou, dans une moindre mesure, Depfa. Ces banques ont principalement appuyé leur stratégie d'expansion bilantaire sur les métiers de base de la banque commerciale en augmentant à la fois les prêts à la clientèle à l'actif, et, au passif, la base de dépôts. Parmi les acquisitions les plus notables du groupe, notons en Angleterre Abbey National, Bradford & Bingley, Alliance & Leicester ou encore 300 agences de Royal Bank of Scotland. Le groupe a également doublé sa taille sur le marché allemand avec le rachat récent de 173 agences à la banque suédoise SEB.

Een tweede groep banken behelst groepen als Banco Santander, ING en, in mindere mate, Depfa. Die banken hebben voor hun balansgroei vooral gesteund op de basisactiviteiten van een commerciële bank, door tegelijk aan actiefzijde de klantenleningen te verhogen en aan passiefzijde de depositobasis te verbreden. Bij de belangrijkste aankopen van de groep bevinden zich, in Engeland, Abbey National, Bradford & Bingley, Alliance & Leicester en verder 300 kantoren van de Royal Bank of Scotland. Daarnaast heeft de groep zijn omvang op de Duitse markt verdubbeld door de recente aankoop van 173 kantoren van de Zweedse bank SEB.

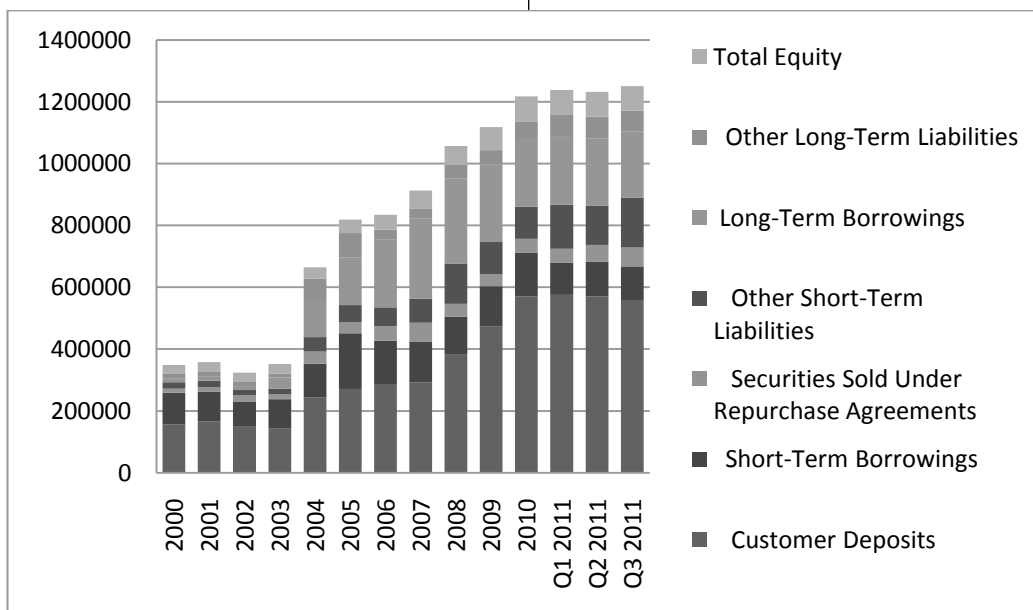
Évolution de l'actif de Banco Santander (en millions d'euros)

Evolutie van de activa van Banco Santander (in miljoen euro)



Évolution du passif de Banco Santander (en millions d'euros)

Evolutie van de passiva van Banco Santander (in miljoen euro)



CHAPITRE 2

**La fusion du Crédit Communal avec
le Crédit Local de France****1. Situation initiale**

Le Crédit communal de Belgique est créé en 1860 et est chargé de l'octroi de crédits aux communes afin de financer leurs investissements. C'est une société anonyme et banque à caractère coopératif. Les communes qui veulent y emprunter doivent prendre des actions pour au moins 5 % du montant de leur emprunt. Les communes sont donc actionnaires du Crédit Communal. En 1947, réseau d'agences se développe afin de récolter l'épargne auprès du public via des carnets de dépôts. En 1960, afin de fidéliser les clients particuliers et de diversifier les opérations, le réseau est professionnalisé. Ceci va permettre d'élargir la gamme de produits et de services. En 1990, la création de Cregem International Bank au Grand-Duché de Luxembourg, démarre l'expansion internationale de la banque. Cette banque aura comme activité la gestion de fortune. En 1991, l'expansion internationale s'intensifie. En effet, le Crédit Communal acquiert 25 % du capital de la première banque du Grand-duché de Luxembourg à savoir, la Banque Internationale à Luxembourg (BIL). Début 1992, cette participation atteint 51 % du capital.

Le Crédit local de France est créé en 1987 en tant que société anonyme à caractère commercial. Elle succède à la Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales (CAECL). Cet établissement public administratif était géré par la Caisse des dépôts. Les collectivités locales devenant des acteurs économiques majeurs, elles ont elle aussi, tout comme les entreprises, des besoins en produits et services financiers qui pourront être satisfaits par l'institution financière spécialisée qu'est alors le Crédit local de France. En 1990, le développement international commence. En effet, le Crédit Local ouvre une succursale américaine, CLF New York Agency. La Grande-Bretagne, l'Espagne, l'Allemagne et l'Italie constitue la première zone d'action pour le se développement sur le marché européen. L'Autriche, la Scandinavie et le Portugal constituent la deuxième zone. En 1991, le Crédit Local de France est introduit en Bourse. L'actionnariat est réparti entre les particuliers et investisseurs, français et étrangers (49,5 %), l'État (25,5 %) et la Caisse des dépôts (25 %).

HOOFDSTUK 2

**De fusie tussen het Gemeentekrediet
en Crédit Local de France****1. Beginsituatie**

Het Gemeentekrediet België wordt opgericht in 1860, met als taak de gemeenten kredieten te verstrekken ter financiering van hun investeringen. De bank neemt de vorm aan van een coöperatieve naamloze vennootschap. De gemeenten die geld bij de bank willen lenen, moeten voor ten minste 5 % van het geleende bedrag aandelen kopen. Ze zijn dus aandeelhouders van het Gemeentekrediet. In 1947 wordt een netwerk van bankkantoren uitgebouwd, met de bedoeling bij het grote publiek spaargeld op te halen via depositorekeningen. In 1960 wordt dat netwerk van bankkantoren geprofessionaliseerd, om aldus de particuliere klanten beter aan zich te binden en de transacties te diversifiëren. Op die manier kan het gamma van producten en diensten worden uitgebreid. In 1990 start de internationale expansie van de bank, met de oprichting van Cregem International Bank in het Groothertogdom Luxemburg. De bank zal zich bezighouden met vermogensbeheer. In 1991 neemt die internationalisering een nog hogere vlucht. Het Gemeentekrediet verwerft immers 25 % van het kapitaal van de grootste bank van het Groothertogdom Luxemburg: de Banque Internationale à Luxembourg (BIL). Begin 1992 bereikt die participatie 51 % van het kapitaal.

Het Crédit Local de France wordt opgericht in 1987 als commerciële naamloze vennootschap. Het gaat om de opvolger van de Caisse d'Aide à l'Équipement des Collectivités Locales (CAECL). Die administratieve overheidsinstelling werd beheerd door de Caisse des dépôts. Doordat de lokale besturen heuse economische actoren worden, hebben ook zij, net als ondernemingen, behoefte aan financiële producten en diensten die op dat moment worden aangeboden door een gespecialiseerde financiële instelling als het Crédit Local de France. In 1990 komt de internationale ontwikkeling op gang. Het Crédit Local de France richt dan immers een Amerikaans filiaal op, het CLF New York Agency. Speerpuntlanden voor de verovering van de Europese markt zijn Groot-Brittannië, Spanje, Duitsland en Italië. In een tweede ontwikkelingsgolf wordt de aandacht gericht op Oostenrijk, Scandinavië en Portugal. In 1991 wordt het Crédit Local de France geïntroduceerd op de beurs. Het aandeelhouderschap is gespreid over (Franse en buitenlandse) particulieren en investeerders (49,5 %), de Staat (25,5 %) en de Caisse des dépôts (25 %).

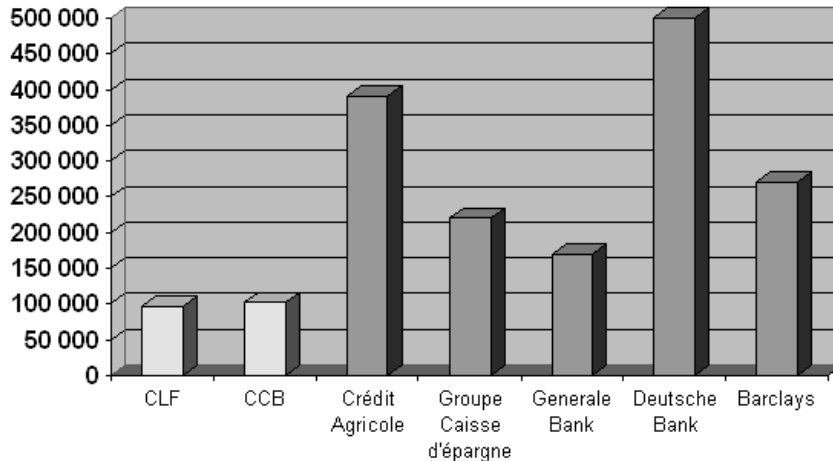
Ces deux acteurs sont, au moment de leur fusion, de taille moyenne (figure 1).

Figure 1

Op het ogenblik van de fusie zijn de beide bankinstellingen middelgroot van omvang (figuur 1).

Figuur 1

Montant du bilan — 1995, en millions de dollars/
Balansbedrag — 1995, in miljoen dollar



2. Circonstances de la fusion

En 1996, le Crédit Communal de Belgique et le Crédit Local de France unissent leurs forces. Le premier était alors la première banque du secteur public belge et la seconde banque généraliste de Belgique disposant de liquidités grâce à des dépôts collectes via 100 agences. Le Crédit Local de France était quant à lui un établissement de référence en matière de financement des collectivités locales françaises mais ne disposant pas de base de dépôts. Dexia SA, société anonyme de droit belge, groupe bancaire européen, naît donc de cette fusion économique. Elle a été constituée le 15 juillet 1996 pour une durée illimitée. Son siège social est à 1210 Bruxelles, Place Rogier 11. Une des filiales du Crédit Communal de Belgique, à savoir la Banque Internationale à Luxembourg, enrichit également cette alliance. Cette dernière est spécialisée dans la gestion d'actifs. La raison de ce rapprochement est que les deux banques aient des profils similaires et complémentaires. En effet, elles ont toutes les deux une présence importante dans le métier du financement au secteur public et des profils de risques limités, leurs structures bilantielles et leurs localisations géographiques se complètent. Ceci leur permet la création d'un leader européen dans le financement des collectivités locales et une consolidation financière afin d'éviter une marginalisation dans le secteur bancaire européen. Dexia désire atteindre une taille critique avec une capitalisation boursière de 20 à 22 milliards d'euros. Dans le marché désormais mon-

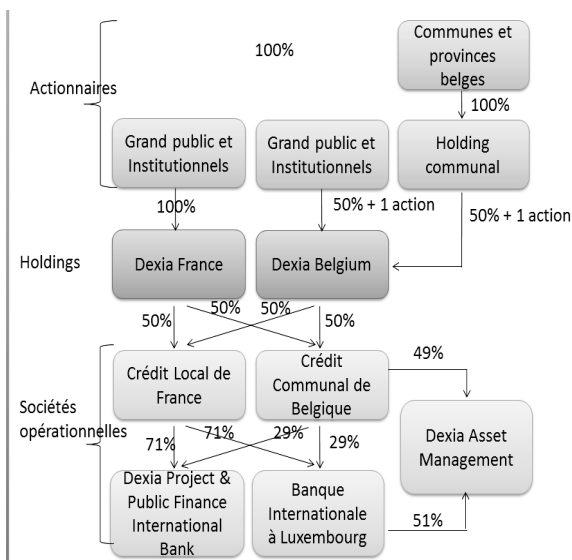
2. Omstandigheden van de fusie

In 1996 smelten het Gemeentekrediet België en het Crédit Local de France samen. Het Gemeentekrediet was toen de grootste Belgische overheidsbank en de tweede Belgische *all-roundbank*, die over liquiditeiten beschikte via deposito's die ze ophaalde dankzij een netwerk van 100 kantoren. Het Crédit Local de France was dan weer een referentie-instelling op het stuk van de financiering van de Franse lokale overheden, zonder echter over een depositobasis te beschikken. De economische fusie van beide leidt dus tot de oprichting van Dexia NV, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht die tegelijk een Europese bankgroep wordt. De groep wordt op 15 juli 1996 opgericht voor onbepaalde tijd. De maatschappelijke zetel wordt gevestigd op het Rogierplein 11 in 1210 Brussel. Een van de dochters van het Gemeentekrediet België, de Banque Internationale à Luxembourg, die gespecialiseerd is in het beheer van activa, komt deze alliantie verstevigen. De reden voor die toenadering is dat de beide banken een soortgelijke en elkaar aanvullend profiel hebben. Beide zijn immers grote spelers in de financiering van de overheidssector, hebben een beperkt risicoprofiel en zijn complementair wat hun balansstructuur en hun geografische actieradius betreft. Aldus kon een Europees leider in de financiering van de lokale besturen ontstaan, en werd de deur opengezet naar een financiële consolidatie die moest voorkomen dat de beide actoren apart in de marge van de Europese banksector verzeild zouden geraken.

dialisé, même si la taille n'est pas un gage de rentabilité, atteindre une taille critique est devenu nécessaire. Les deux grandes étapes de la fusion sont les suivantes: regrouper les deux entités au point de vue juridique et coordonner leurs activités, et par la suite, mettre en place le groupe Dexia proprement dit.

Une nouvelle organisation juridique et les premières structures de coordination du groupe sont donc créées en 1997 et 1998. Ainsi, Le Crédit Local de France et Crédit Communal de Belgique étant deux entités opérationnelles, sont mises sous le contrôle conjoint de deux sociétés holdings, Dexia Belgium et Dexia France, créées à ce propos. Chacune de ces deux holdings détient 50 % du capital des sociétés opérationnelles. L'organisation opérationnelle se met en place (figure 2), le comité exécutif prend en charge la gestion opérationnelle (coordination des entités notamment). Le noyau du pilotage intégré de Dexia est géré par le centre consortial, composé de quatre membres, ce comité consortial a lui le rôle de définir la stratégie du groupe. Conformément aux statuts, un nombre égal de membres de nationalité belge et française constitue le conseil d'administration, chaque nationalité représentant au moins un tiers de l'ensemble des membres du conseil.

Figure 2

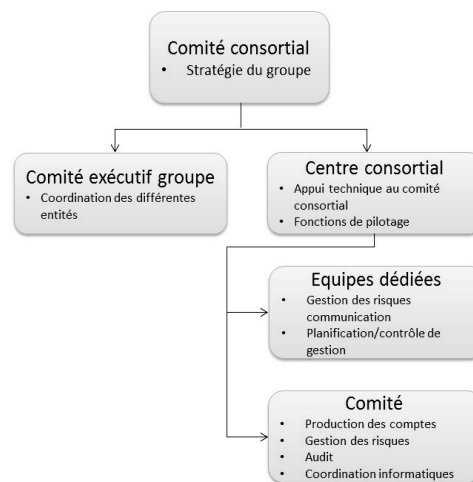


Le titre Dexia Belgium fait son entrée à la Bourse de Bruxelles (BEL20) le 19 novembre 1996, et le titre Dexia France remplace le titre Crédit Local de France, déjà coté à la Bourse de Paris (CAC 40).

Dexia wilde een kritische massa bereiken, met een beurskapitalisatie van 20 tot 22 miljard euro. Op de inmiddels gemondialiseerde markt vormt omvang weliswaar geen garantie voor rentabiliteit, maar is het wel noodzakelijk geworden een kritische massa te bereiken. De twee grote fases van de fusie zijn (1) de juridische samenbrenging van de beide entiteiten en de coördinatie van hun activiteiten en (2) de concrete uitbouw van de Dexia-groep zelf.

In 1997 en 1998 wordt dus werk gemaakt van een nieuwe juridische organisatie en van de eerste coördinatiestructuren van de groep. Zo worden het Credit Local de France en het Gemeentekrediet België, twee aparte operationele entiteiten, onder de gezamenlijke controle van twee speciaal daartoe opgerichte holdings geplaatst: Dexia Belgium en Dexia France. Elk van beide holdings bezit 50 % van het kapitaal van de operationele vennootschappen. De operationele organisatie krijgt vorm (figuur 2), het uitvoerend comité neemt het operationeel beheer op zich (met name de coördinatie van de entiteiten). De geïntegreerde stuurgroep van Dexia wordt geleid vanuit het consortiaal comité, dat bestaat uit vier leden en dat als taak heeft de strategie van de groep uit te tekenen. Overeenkomstig de statuten bestaat de raad van bestuur uit een gelijk aantal leden met de Belgische en met de Franse nationaliteit, waarbij elke nationaliteit ten minste een derde van alle leden van de raad vertegenwoordigt.

Figure 2



Het aandeel van Dexia Belgium werd voor het eerst op de Brusselse Beurs (BEL 20) genoteerd op 19 november 1996. Het aandeel van Dexia France kwam in de plaats van dat van het Crédit Local de France, dat al op de Beurs van Parijs was genoteerd (CAC 40).

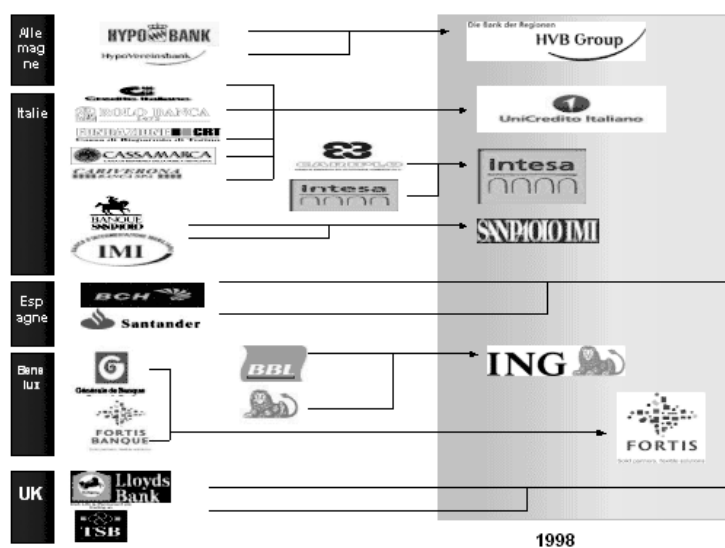
Le nouveau nom devait être facilement prononçable dans différentes langues et court. Il n'était pas nécessaire qu'il évoque les activités du nouvel ensemble, à savoir le financement des collectivités locales et des grandes infrastructures européennes. Le nom Dexia faisait référence à des éléments positifs, orientés clients: dextérité, technicité, modernité, précise un communiqué du Crédit communal et ajoute que le "X" témoigne de la force de l'union des deux entreprises.

S'inscrivant dans la perspective de l'Union monétaire européenne et de la progression de l'euro, cette fusion est la première à caractère transfrontalier au sein de l'Europe. Elle a été possible grâce à la mise en application de la directive européenne sur la libéralisation du marché bancaire européen de 1993. Cette directive avait été créée en 1989 afin de permettre à un établissement financier ressortissant européen de s'installer dans n'importe quel État de la CEE en respectant certains critères prudentiels. Dès lors, le marché bancaire européen est libéralisé et dérèglementé. Ainsi, les banques peuvent commencer à envisager des stratégies de consolidation au niveau national puis européen. Après la création de Dexia, entre 1998 et 1999, une concentration bancaire à lieu au niveau européen (figure 3). Notons qu'avant 1989, la directive en vigueur depuis 1977 sur la coordination des activités bancaires avait fixé des principes communs aux institutions de crédit et banques européennes mais il n'y avait pas véritablement de marché unifié des activités bancaires européennes (difficulté de créer des succursales dans les pays membres et pas de possibilités d'offrir des services bancaires à travers les frontières de tous les pays membres).

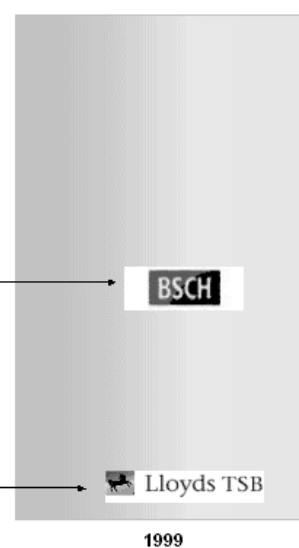
De nieuwe naam moest kort zijn, en makkelijk uit te spreken in verschillende talen. Hij hoefde niet noodzakelijk een weergave te zijn van de activiteiten van het nieuwe geheel, te weten de financiering van de lokale besturen en van de grote Europese infrastructuurwerken. De naam Dexia verwijst naar positieve, klantgerichte aspecten: bedrevenheid, techniciteit en moderniteit, zo luidt het in een communiqué van het Gemeentekrediet, waarbij de "X" symbool staat voor de kracht die van de fusie van de beide ondernemingen uitgaat.

Met de in uitzicht gestelde uitbouw van de Europese Monetaire Unie en de opmars van de euro als leidraad, gaat het Europees om de eerste grensoverschrijdende fusie. Ze werd mogelijk gemaakt dankzij de toepassing van de Europese richtlijn inzake de liberalisering van de Europese bankmarkt in 1993. Die richtlijn dateert van 1989 en moest het voor financiële instellingen uit de EU mogelijk maken zich in eender welk land van de EEG te vestigen, met inachtneming van een aantal prudentiële criteria. Aldus werd de Europese bankmarkt geliberaliseerd en gedereguleerd. De banken konden dus werk beginnen te maken van consolidatiestrategieën — eerst nationaal, vervolgens Europees. Na de oprichting van Dexia tussen 1998 en 1999 volgde een Europese concentratiegolf in de banksector (figuur 3). Vóór 1989 had de uit 1977 daterende richtlijn inzake de coördinatie van de bankactiviteiten weliswaar een aantal gemeenschappelijke criteria vastgelegd voor de Europese kredietinstellingen en banken, maar er was nog niet echt sprake van een ééngemaakte markt van de Europese bankactiviteiten (het bleef namelijk moeilijk filialen op te richten in EEG-lidstaten en onmogelijk bankactiviteiten aan te bieden over de grenzen van alle lidstaten heen).

Figure 3



Figuur 3



Les provinces et communes belges regroupées au sein du Holding Communal détenant 65,5 % du capital de Dexia Belgium, mettent en vente 15,5 % des actions. À la suite de cela, des investisseurs belges et étrangers tant privés qu'institutionnels détiennent 50 % (moins une action) du capital de Dexia.

En 1998, le comité d'entreprise européen détient un rôle d'information et de consultation (problèmes et questions financières, économiques et sociales de niveau transnational: fusions-acquisitions, emploi,...). Cette action est étendue à l'ensemble du groupe (et donc à ses 13 500 collaborateurs).

À la fin de l'année 1999, afin d'unifier le groupe et de simplifier la structure juridique (figure 4), les holdings fusionnent pour ne donner qu'une compagnie, à savoir Dexia qui contrôle donc les deux entités opérationnelles (Crédit Communal de Belgique et Dexia Crédit Local). En effet, la structure juridique de 1997 n'était pas suffisamment claire pour les marchés (action française avait une cote inférieure à l'action belge) et elle complexifiait les acquisitions d'un point de vue financier. Le nouveau conseil d'administration est très européen et le comité exécutif, composé de 6 membres prend en charge la direction opérationnelle. Trois des membres de ce comité sont chacun responsable d'un des trois métiers autonome découlant d'une nouvelle organisation: la Banque de détail (Crédit Communal de Belgique), les Services financiers au secteur public (Crédit Local France) et la Banque privée/Gestion d'actifs (Banque Internationale à Luxembourg). En décembre 1999, un seul titre est donc coté en bourse, à Bruxelles (BEL20), à Paris (CAC 40) et il entre également à la Bourse de Luxembourg.

L'année 1999 est également marquée par la création de DRH Groupe dont le rôle est de mettre en place des actions afin de favoriser l'intégration des entités au sein de Dexia. Elle est chargée de la gestion des hauts potentiels et des dirigeants cadres. Une nouvelle politique de rémunération est également mise en place au sein du groupe (stock-options, développement de l'actionnariat par les salariés,...).

Elle permet aussi la mise en place de nouveaux outils de formation (séminaire de découverte du groupe pour les nouveaux arrivants, séminaire de réflexion pour les cadres...). Afin de renforcer son image de marque auprès de ses clients, en interne auprès de ses effectifs mais aussi à l'extérieur, Dexia crée au sein des entités du Groupe, une identité visuelle commune (agencement des agences commun, nouveau logo...).

De Belgische provincies en gemeenten die samen de Gemeentelijke Holding vormden en 65,5 % van het kapitaal van Dexia Belgium bezaten, boden 15,5 % van hun aandelen te koop aan. Als gevolg daarvan kregen Belgische en buitenlandse privébeleggers én institutionele beleggers 50 % (min één aandeel) van het kapitaal van Dexia in handen.

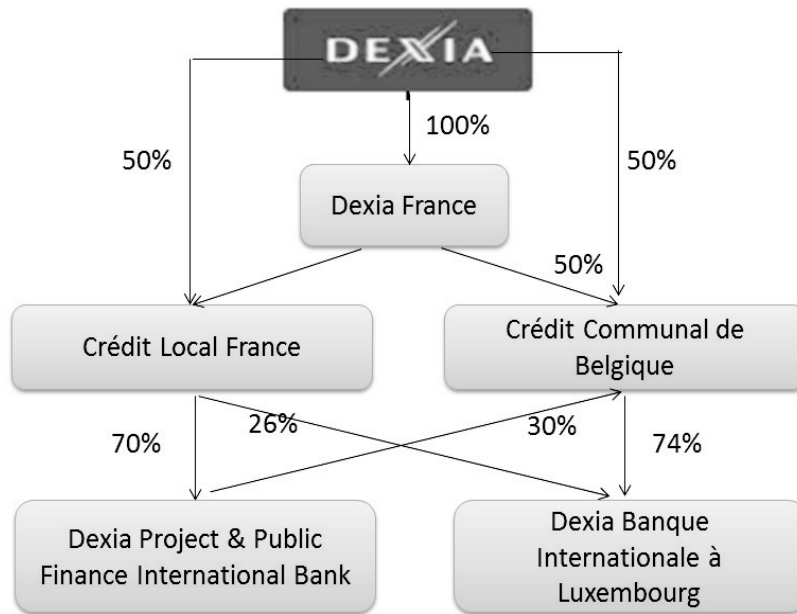
In 1998 vervult het Europees ondernemingscomité een informerende en raadgevende rol (behandeling van financiële, economische en sociale problemen op transnationaal niveau: fusies-verwervingen, werkgelegenheid,...). Die actieradius wordt uitgebreid tot de hele groep (dus tot de 13 500 medewerkers ervan).

Eind 1999 beoogt men de eenheid van de groep te versterken en de juridische structuur te vereenvoudigen (figuur 4), door de beide holdings te fuseren tot één enkele holding, te weten: Dexia, dat nu de beide operationele entiteiten (Gemeentekrediet België en Dexia Crédit Local) controleert. Voor de markten was de uit 1997 daterende juridische structuur namelijk niet duidelijk genoeg (het Franse aandeel noteerde lager dan het Belgische) en financieel compliceerde ze nieuwe aankopen. De nieuwe raad van bestuur is zeer Europees getint en het uitvoerende comité, bestaande uit zes leden, neemt de operationele leiding op zich. Drie leden van dat comité zijn ieder verantwoordelijk voor een van de drie autonome branches die uit de nieuwe organisatie ontstaan: retailbank (Gemeentekrediet België), financiële dienstverlening aan de overheidssector (Crédit Local de France) en privébank/activabeheer (Banque Internationale à Luxembourg). In december 1999 is er dus nog maar één aandeel op de beurs, zowel in Brussel (BEL20), Parijs (CAC 40) en Luxemburg (waar het voor het eerst wordt genoteerd).

In 1999 wordt ook de DHR-groep opgericht, met als taak initiatieven op te zetten ter bevordering van de integratie van de entiteiten binnen Dexia. De groep wordt ermee belast mensen met veel potentieel en leidinggevende personeelsleden te managen. Ook wordt binnen de groep een nieuw remuneratiebeleid ingevoerd (stock-options, ontwikkeling van het aandeelhouder-schap onder de werknemers,...).

Het biedt ook de mogelijkheid nieuwe opleidingsinstrumenten in te voeren (seminarie om de nieuwkomers te laten kennismaken met de groep, reflectieseminarie voor het leidinggevend personeel enzovoort). Om zijn imago te versterken bij zijn klanten, intern bij het personeel maar ook extern, creëert Dexia binnen de entiteiten van de groep een gemeenschappelijke zichtbare identiteit (inrichting van de gemeenschappelijke kantoren, nieuw logo enzovoort).

Figure 4



Figuur 4

En 2000, une harmonisation des noms des entités opérationnelles est réalisée: le Crédit Communal devient Dexia Bank, le Crédit Local France devient Dexia Crédit Local et la Banque Internationale à Luxembourg devient Dexia Banque Internationale à Luxembourg.

Dexia a proposé à tous ses collaborateurs de participer à une augmentation de capital réservée. Cette initiative, jamais réalisée auparavant, a eu énormément de succès. Ainsi, près de 65 % des collaborateurs y prirent part) et détiennent donc 1,5 % du capital fin de l'année 2000.

En 2002, Dexia prend un nouvel engagement et se proclame "*Dexia, la banque du développement durable*". Elle ajoute ainsi une corde à son arc pour la création de valeur et a un objectif omniprésent dans les relations développées avec ses actionnaires, ses clients et ses collaborateurs.

En 2003, le processus d'intégration de Dexia se poursuit. En effet, le groupe organise ses activités selon quatre métiers et ce, dans deux grands segments de marchés à savoir le marché des particuliers, professionnels et petites entreprises d'une part et d'autre part le marché des institutions publiques locales et des entreprises parapubliques et privées qui lui sont liées.

In 2004 wordt een harmonisatie van de namen van de operationele entiteiten doorgevoerd: het Gemeentekrediet wordt Dexia Bank, Crédit Local de France wordt Dexia Crédit local en de Banque Internationale à Luxembourg wordt Dexia Banque Internationale à Luxembourg.

Dexia heeft al zijn medewerkers voorgesteld deel te nemen aan een voorbehouden kapitaalverhoging. Dit nog nooit vertoonde initiatief heeft een enorm succes gekend aangezien nagenoeg 65 % van de medewerkers eraan heeft deelgenomen. Eind 2000 hadden zij dus 1,5 % van het kapitaal in handen.

In 2002 gaat Dexia een nieuwe verbintenis aan en roept zich uit tot "*Dexia, bank voor duurzame ontwikkeling*". Aldus krijgt de bank er een pijl op haar boog bij voor de waardecreatie en heeft ze een doel dat prominent aanwezig is in de betrekkingen met haar aandeelhouders, haar klanten en haar medewerkers.

In 2003 wordt het integratieproces van Dexia voortgezet. De groep organiseert zijn activiteiten immers volgens vier metiers in twee grote marktsegmenten, met name eensdeels de markt van de particulieren, de professionelen en de kleine ondernemingen en anderdeels de markt van de lokale overheidsinstellingen en de daaraan gerelateerde semi-overheids- en privéondernemingen.

Afin de confirmer son engagement pour le développement durable, Dexia adhère aux *Equator Principles*. Ces principes, créés par la Banque Mondiale, prônent l'équité sociale et le respect de l'environnement lors des grandes étapes de financements de projets structurants.

Par ailleurs, une charte de principes de gestion sociale est adoptée. Elle démontre la volonté du groupe à établir des principes d'emploi, de mobilité et de dialogue social.

3. La structure de gouvernance

3.1 L'équilibre au sein des structures

Suite à la création du groupe en 1996, les statuts établissent des règles strictes en matière de représentation des différentes nationalités au sein de Dexia. De 2001 à 2008 Dexia compte cinq nationalités au sein de son conseil d'administration. La structure du conseil d'administration respecte bien chaque année la parité des membres belges et français. Le nombre de membres du conseil d'administration oscille entre 17 et 20 durant la période 2001 à 2008. Les statuts prévoient également que chacune des deux nationalités doit représenter au moins un tiers du total des membres du conseil.

De 2001 à 2006 tous les membres du conseil d'administration sont "non-exécutifs" à l'exception de Pierre Richard. Il est le seul pendant cette période à être à la fois dans le conseil d'administration et dans le comité exécutif de l'entreprise. Durant cette période, le président du conseil d'administration est François Narmon. Ainsi la parité Belgo Française est également respectée au niveau des "pouvoirs" dans la Banque. (président du CA – Belge, administrateur délégué & président du comité exécutif – Français).

En 2006, Pierre Richard accède à la fonction de président du conseil d'administration, il laisse sa place à Axel Miller qui devient alors le seul administrateur présent dans le comité exécutif de l'entreprise. La parité peut aussi être observée dans le comité stratégique, où le président du conseil et l'administrateur délégué sont tous deux présents.

3.2 Historique et décisions principales (2001 – 2006)

3.2.1 Année 2001

Outre les nominations statutaires, le conseil d'administration a examiné durant l'année plusieurs dossiers dont l'acquisition de Kempen & Co ainsi que l'acquisition d'Artesia BC.

Om haar engagement inzake duurzame ontwikkeling te bevestigen, treedt Dexia toe tot de *Equator Principles*. Die door de Wereldbank gecreëerde principes staan de sociale rechtvaardigheid en de inachtneming van het milieu voor bij de grote financieringsetappes van structurele projecten.

Voorts wordt een handvest met principes van sociaal beheer aangenomen. Het toont aan dat de groep ernaar streeft de principes van werkgelegenheid, mobiliteit en sociale dialoog tot de zijne te maken.

3. De governancestructuur

3.1 Het evenwicht binnen de structuren

Als gevolg van de oprichting van de groep in 1996 bepalen de statuten strikte regels voor de vertegenwoordiging van de diverse nationaliteiten binnen Dexia. Van 2001 tot 2008 zijn in de raad van bestuur van Dexia vijf nationaliteiten vertegenwoordigd. De structuur van de raad van bestuur neemt elk jaar de pariteit van de Belgische en de Franse leden in acht. Tussen 2001 en 2008 schommelt het aantal leden van de raad van bestuur tussen 17 en 20. De statuten bepalen ook dat elk van de twee nationaliteiten ten minste een derde van het totale aantal leden van de raad moet vertegenwoordigen.

Van 2001 tot 2006 zijn alle leden van de raad van bestuur "extern" (non-executive), met uitzondering van Pierre Richard. Tijdens die periode heeft hij als enige zitting in de raad van bestuur én in het uitvoerend comité van de onderneming. Tijdens die periode is François Narmon voorzitter van de raad van bestuur. Zo wordt de Belgisch-Franse pariteit ook op het niveau van de "machten" in de bank in acht genomen (voorzitter van de raad van bestuur – Belg, gedelegeerd bestuurder en voorzitter van het uitvoerend comité – Fransman).

In 2006 wordt Pierre Richard voorzitter van de raad van bestuur en komt Axel Miller in zijn plaats. Die is dan als enige bestuurder lid van het uitvoerend comité van de onderneming. De pariteit bestaat ook in het strategisch comité, waar de voorzitter van de raad en de afgevaardigd bestuurder beiden aanwezig zijn.

3.2 Wordingsgeschiedenis en belangrijkste beslissingen (2001 – 2006)

3.2.1 Jaar 2001

Naast de statutaire benoemingen heeft de raad van bestuur verschillende dossiers besproken, waaronder de aankoop van Kempen & Co en van Artesia BC.

Le comité stratégique s'est réuni deux fois afin de discuter des acquisitions d'Artesia BC et de Kempen & Co.

Postes clés:

François Narmon

- Président du conseil d'administration (mandat 1996 – 2002)
- Membre du comité stratégique
- Membre du comité des rémunérations

Pierre Richard

- Président du comité exécutif (mandat 1996 – 2002)
- Membre du comité stratégique
- Administrateur délégué
- Président du conseil de surveillance de Dexia Crédit Local
- Vice-président du conseil d'administration de de Dexia Banque Belgique
- Vice-président du conseil d'administration de Dexia Banque internationale à Luxembourg

Rembert von Lowis

- Membre du comité exécutif
- Directeur financier
- Vice-président du conseil de surveillance de Crédit local

Axel Miller

- Membre du comité exécutif
- General Counsel
- Membre du comité de direction de Dexia Banque Belgique

3.2.2 Année 2002

La séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et d'administrateur délégué est renforcée. Ces fonctions doivent être confiées à des personnes différentes et de nationalité différente, même si le président du conseil d'administration est empêché et se fait remplacer par un autre administrateur pour présider une séance du conseil.

Durant l'année, le comité stratégique s'est notamment réuni pour étudier le plan financier du groupe Dexia, les développements dans les services financiers de proximité ainsi que la situation de Dexia Bank Nederland.

Het strategisch comité is tweemaal bijeengekomen om de aankoop van Kempen & Co en van Artesia BC te bespreken.

Sleutelposten:

François Narmon

- Voorzitter van de raad van bestuur (mandaat 1996 – 2002)
- Lid van het strategisch comité
- Lid van het bezoldigingscomité

Pierre Richard

- Voorzitter van het uitvoerend comité (mandaat 1996 – 2002)
- Lid van het strategisch comité
- Gedelegeerd bestuurder
- Voorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit Local
- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Bank België
- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Banque Internationale à Luxembourg

Rembert von Lowis

- Lid van het uitvoerend comité
- Financieel directeur
- Ondervoorzitter van de raad van toezicht van Crédit local

Axel Miller

- Lid van het uitvoerend comité
- General Counsel
- Lid van het directiecomité van Dexia Bank België

3.2.2 Jaar 2002

De scheiding tussen de functies van voorzitter van de raad van bestuur en van gedelegeerd bestuurder wordt versterkt. Die functies moeten worden uitgeoefend door verschillende mensen die niet dezelfde nationaliteit hebben, zelfs als de voorzitter van de raad van bestuur verhinderd is en wordt vervangen door een andere bestuurder om een vergadering van de raad voor te zitten.

Het strategisch comité is onder meer bijeengekomen om het financieel plan van de Dexia-groep, de ontwikkelingen in de retailsector en de situatie van Dexia Bank Nederland te bespreken.

Postes clés:

François Narmon

- Président du conseil d'administration de Dexia (mandat 2002-2006)
- Membre du comité stratégique, du comité des rémunérations et du comité des nominations

Pierre Richard

- Président du comité exécutif (mandat 2002 – 2006)
- Administrateur délégué
- Membre du comité stratégique et du comité des nominations

Rembert von Lowis

- Directeur financier
- Vice-président du conseil de surveillance de Dexia crédit local
- Administrateur de Financial Security Assurance

Axel Miller

- Membre du comité exécutif
- Responsable du métier des services financiers de proximité
- Président du comité de direction de Dexia Banque Belgique.

3.2.3 Année 2003

Outre les nominations statutaires le conseil d'administration a examiné notamment les résultats de l'activité commerciale de Dexia, il a également approuvé la charte et le plan d'action de "compliance". Le conseil a également pris connaissance du rapport sur la mesure et la surveillance des risques en 2002.

Le comité stratégique s'est réuni une fois pour étudier le projet de Bâle II ainsi que l'organisation du groupe.

Postes clés:

François Narmon:

- Président du conseil d'administration de Dexia (mandat 2002 – 2006)
- Membre du comité des nominations
- Membre du comité stratégique

Pierre Richard

- Administrateur délégué
- Président du comité de direction de Dexia (mandat 2002 – 2006)
- Vice-président du conseil d'administration de Dexia Banque Belgique

Sleutelposten:

François Narmon

- Voorzitter van de raad van bestuur (mandaat 2002-2006)
- Lid van het strategisch comité, van het bezoldigingscomité en van het benoemingscomité

Pierre Richard

- Voorzitter van het uitvoerend comité (mandaat 2002-2006)
- Gedelegeerd bestuurder
- Lid van het strategisch comité en van het benoemingscomité

Rembert von Lowis

- Financieel directeur
- Ondervoorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local
- Bestuurder van Financial Security Assurance

Axel Miller

- Lid van het uitvoerend comité
- Belast met de beroepsaangelegenheden van de retailbanken
- Lid van het directiecomité van Dexia Bank België

3.2.3 Jaar 2003

Naast de statutaire benoemingen heeft de raad van bestuur onder andere de resultaten van de commerciële activiteit van Dexia besproken. Hij heeft ook het handvest en het "compliance"-actieplan goedgekeurd en heeft voorts kennis genomen van het rapport over de meting van en het toezicht op de risico's in 2002.

Het strategisch comité is eenmaal bijeengekomen om het Bazel II-project en de organisatie van de groep te onderzoeken.

Sleutelposten:

François Narmon

- Voorzitter van de raad van bestuur (mandaat 2002-2006)
- Lid van het strategisch comité
- Lid van het benoemingscomité

Pierre Richard

- Gedelegeerd bestuurder
- Voorzitter van het directiecomité van Dexia (mandaat 2002-2006)
- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Bank België

- Vice-président du conseil d'administration de Dexia Banque internationale à Luxembourg
- Vice-président du conseil de surveillance de Dexia Crédit Local
- Vice-président du conseil d'administration de Financial Security Assurance

Rembert von Lowis

- Membre du comité exécutif
- Directeur financier
- Vice-président du conseil de surveillance de Dexia crédit Local
- Administrateur de Financial Security Assurance

Axel Miller

- Membre du comité exécutif
- Directeur général du métier de services financiers de proximité
- Président du comité de direction de Dexia Banque Belgique

3.2.4 Année 2004

Outre les nominations statutaires le conseil d'administration a analysé entre autres l'analyse des orientations stratégiques du groupe Dexia, il a également étudié le rapprochement avec Sanpaolo IMI.

Le conseil a également examiné le rapport du contrôle interne et le rapport sur la mesure et la surveillance des risques en 2003. Il a également étudié la cession de Kempen & Co.

Le comité stratégique s'est réuni plusieurs fois afin d'examiner le budget 2004, le plan financier 2004-2006, l'analyse des orientations stratégiques du groupe Dexia ainsi que l'étude du projet de rapprochement avec Sanpaolo IMI.

Postes clés:

François Narmon:

- Président du conseil d'administration de Dexia (mandat 2002 – 2006)
- Membre du comité des nominations
- Membre du comité stratégique
- Membre du comité des rémunérations

Pierre Richard

- Administrateur délégué
- Président du comité de direction de Dexia (mandat 2002 – 2006)
- Président du conseil de surveillance de Dexia Crédit Local
- Vice-Président du conseil d'administration de Dexia Banque Belgique

- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Banque Internationale à Luxembourg
- Ondervoorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local
- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Financial Security Assurance

Rembert von Lowis

- Lid van het uitvoerend comité
- Financieel directeur
- Ondervoorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local
- Bestuurder van Financial Security Assurance

Axel Miller

- Lid van het uitvoerend comité
- Directeur-generaal beroepsaangelegenheden van de retailbanken
- Lid van het directiecomité van Dexia Bank België

3.2.4 Jaar 2004

Naast de statutaire benoemingen heeft de raad van bestuur onder andere de analyse van de strategische keuzes van de Dexia-groep en de toenadering tot Sanpaolo IMI besproken.

Hij heeft ook het rapport van de interne controle en het rapport over de meting van en het toezicht op de risico's in 2003 onderzocht en heeft voorts de overdracht van Kempen & Co besproken.

Het strategisch comité is meermaals bijeengekomen om de begroting 2004, het financieel plan 2004-2006, de analyse van de strategische keuzes van de Dexia-groep en het onderzoek naar het project van toenadering met Sanpaolo IMI te bespreken.

Sleutelposten:

François Narmon

- Voorzitter van de raad van bestuur (mandaat 2002-2006)
- Lid van het benoemingscomité
- Lid van het strategisch comité
- Lid van het bezoldigingscomité

Pierre Richard

- Gedelegeerd bestuurder
- Voorzitter van het directiecomité van Dexia (mandaat 2002-2006)
- Voorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local
- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Bank België

- Vice-président du conseil d'administration de Dexia Banque Luxembourg
- Vice-président du conseil d'administration de Financial Security Assurance

Rembert von Lowis

- Directeur financier
- Vice-président du conseil de surveillance de Dexia Crédit Local
- Administrateur de Financial Security Assurance

Axel Miller

- Directeur général du métier "services financiers aux particulier"
- Président du comité de direction de Dexia Banque Belgique

3.2.5 Année 2005

Le conseil d'administration a outre les points relevant de sa compétence ordinaire également analysé les points suivants:

- Analyse des orientations stratégiques du groupe Dexia
- Discussion de l'activité de Dexia dans le domaine des ISR
- Discussion et approbation de l'offre pour l'acquisition d'une participation dans Banca Comerciala Romana
- Discussion et prise de connaissance du rapport de contrôle interne et du rapport sur la mesure et la surveillance des risques en 2004
- Discussion sur le planning de succession à la tête du groupe
 - La politique de partenariat public-privé
 - L'offre de rapprochement de Fortis avec Dexia
 - La cession d'Eural
 - Adoption de la charte de gouvernement d'entreprise et la modification des règlements d'ordre intérieur du conseil d'administration et du comité de direction.

Postes clés:

François Narmon

- Président du conseil d'administration de Dexia (mandat 2002 – 2006)
- Membre du comité des nominations
- Membre du comité stratégique
- Membre du comité des rémunérations

Pierre Richard

- Administrateur délégué
- Président du comité de direction de Dexia (mandat 2002 – 2006)

- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Bank Luxemburg
- Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Financial Security Assurance

Rembert von Lowis

- Financieel directeur
- Ondervoorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local
- Bestuurder van Financial Security Assurance

Axel Miller

- Directeur-generaal beroepsaangelegenheden van de "financiële diensten aan particulieren"
- Voorzitter van het directiecomité van Dexia Bank België

3.2.5 Jaar 2005

De raad van bestuur heeft, naast de punten die onder zijn gewone bevoegdheid vallen, de volgende punten besproken:

- Analyse van de strategische keuzes van de Dexia-groep
- Bespreking van de activiteit van Dexia in het domein van de MVI's
- Bespreking en goedkeuring van het aanbod voor de verwerving van een participatie in de Banca Comercială Română
- Bespreking en kennisname van het rapport van de interne controle en het rapport over de meting van en het toezicht op de risico's in 2004
- Bespreking van de planning voor de opvolging aan het hoofd van de groep
 - Het partnerschapsbeleid overheid-privé
 - Het aanbod tot toenadering tussen Fortis en Dexia
 - De overdracht van Eural
 - Goedkeuring van het corporate governance charter en wijziging van de reglementen van orde van de raad van bestuur en van het directiecomité.

Sleutelposten:

François Narmon

- Voorzitter van de raad van bestuur (mandaat 2002-2006)
- Lid van het benoemingscomité
- Lid van het strategisch comité
- Lid van het bezoldigingscomité

Pierre Richard

- Gedelegeerd bestuurder
- Voorzitter van het directiecomité van Dexia (mandaat 2002-2006)

— Président du conseil de surveillance de Dexia Crédit Local

— Vice-président du conseil d'administration de Dexia Banque Belgique

— Vice-président du conseil d'administration de Dexia Banque Luxembourg

— Vice-président du conseil d'administration de Financial Security Assurance.

Rembert von Lowis

— Directeur financier

— Vice-président du conseil de surveillance de Dexia Crédit Local

— Administrateur de Financial Security Assurance

Axel Miller

— Directeur général du métier "services financiers aux particulier"

— Président du comité de direction de Dexia Banque Belgique

— Voorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local

— Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Bank België

— Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Dexia Bank Luxemburg

— Ondervoorzitter van de raad van bestuur van Financial Security Assurance

Rembert von Lowis

— Financieel directeur

— Ondervoorzitter van de raad van toezicht van Dexia Crédit local

— Bestuurder van Financial Security Assurance

Axel Miller

— Directeur-generaal beroepsaangelegenheden van de "financiële diensten aan particulieren"

— Voorzitter van het directiecomité van Dexia Bank België

CHAPITRE 3

La stratégie d'expansion

Nous examinerons successivement la stratégie d'expansion géographique et celle de dilatation du bilan du groupe.

1. L'expansion géographique

En résumé, en 1998, Dexia acquiert UBS Asset Management, Smap (une compagnie d'assurances belge), Sofaxis (assureur français acquis pour 24 millions d'euros), la banque italienne Crediop, la Banque industrielle mobilière et privée (qui deviendra Dexia Banque Privée) pour un total de 900 millions d'euros.

Entre 1999 et 2001, Artesia (banque d'affaires et de gestion de patrimoine flamande), Kempen & Co (banque d'affaires néerlandaise), Bank Labouchère (banque néerlandaise spécialisée dans la gestion patrimoniale), PH Bank A/S (conseil dans le courtage de titres danois), FSA (banque américaine spécialisée dans les services financiers au secteur public) et Bancoval (une banque espagnole spécialisée dans la gestion d'actifs financiers) sont acquises pour un investissement de 9 milliards d'euros.

Artesia FSA et Kempen/Labouchère sont les acquisitions les plus importantes.

Par ces acquisitions, Dexia désire atteindre une taille critique afin de préserver son autonomie et prendre part à la consolidation du secteur. Dexia voudrait augmenter le volume des actifs qu'elles gèrent et amener sa capitalisation boursière à 20 milliards d'euros. Les métiers de la banque privée et de la gestion d'actifs sont préférés dans la stratégie d'expansion par les acquisitions. Les stratégies d'intégrations sont différentes selon les acquisitions (voir tableau).

HOOFDSTUK 3

De expansiestrategie

Achtereenvolgens worden de geografische expansiestrategie en de verruiming van de balans van de groep besproken.

1. De geografische expansie

Samengevat kan worden gesteld dat Dexia in 1998 UBS Asset Management verwerft, alsook Omob (een Belgische verzekeringsmaatschappij), Sofaxis (een Franse verzekeraar, die werd overgenomen voor 24 miljoen euro), de Italiaanse bank Crediop en de Banque industrielle mobilière et privée (die vervolgens Dexia Private Bank werd). Alles samen ging het om 900 miljoen euro.

Tussen 1999 en 2001 werd 9 miljard euro geïnvesteerd in de overname van Artesia (een Vlaamse zakenbank en vermogensbeheerder), Kempen & Co (een Nederlandse zakenbank), Bank Labouchère (een Nederlandse, in vermogensbeheer gespecialiseerde bank), PH Bank A/S (een adviesverlener inzake Deense effectenbemiddeling), FSA (een Amerikaanse bank gespecialiseerd in financiële dienstverlening aan de overheidssector) en Bancoval (een Spaanse bank gespecialiseerd in het beheer van financiële tegoeden).

Artesia, FSA en Kempen/Labouchère waren de belangrijkste overnames.

Met die overnames wou Dexia een kritische massa bereiken om autonoom te blijven en te kunnen participeren aan de consolidatie van de sector. Dexia wou het totaal van de beheerde activa vergroten en de eigen beurskapitalisatie op 20 miljard euro brengen. Bij de expansiestrategie via overnames ging de voorkeur naar private banking en activabeheer. De integratiestrategieën verschilden naar gelang van de overnames (zie tabel).

	Artesia	FSA	Kempen et LaBouchère
Montant de l'acquisition <i>Overnamebedrag</i>	3.2 Mrd €	2.6 Mrd €	<i>Kempen/La Bouchère</i> LB: 0.9 Mrd € K: 1 Mrd €
Effectifs <i>Personeelsleden</i>	14 500	250	LB: 800 K: 300
Niveau de synergie <i>Mate van synergie</i>	Elevé: synergie de cout <i>Hoog: kostensynergie</i>	Faible <i>Laag</i>	Modérée, synergie de revenu <i>Matig: inkomstensynergie</i>
Mode d'intégration <i>Integratiewijze</i>	Absorption Intégration importante: niveau des effectifs et synergies attendues élevées <i>Fusie</i> <i>Sterke integratie op personeelsvlak en doorgedreven synergievormen verwacht</i>	Coordination Intégration faible: grande autonomie accordée à FSA <i>Coördinatie</i> <i>Zwakke integratie: ruime autonomie verleend aan FSA</i>	Création Intégration modérée: fusion des deux banques supervisée pour la BIL mais enjeux RH limités <i>Oprichting</i> <i>Matige integratie: onder toezicht tot stand gebrachte fusie van de beide banken voor de BIL maar beperkte uitdagingen op HR-vlak</i>

1.1 Artesia

En juillet 2001, en Belgique, Artesia Banking Corporation est acquis par Dexia par le biais d'une augmentation de capital réservée à Arcofin, l'actionnaire d'Artesia Banking Corporation. Ce groupe bancaire ayant des activités de gestion d'actifs (Cordius Asset Management), de banque de détails (BACOB) et d'assurances (AP Assurances), intervient également dans le secteur belge du non marchand. Ainsi, en Belgique, Dexia obtient la deuxième place dans le secteur de la bancassurance. En janvier 2002, la fusion de Cordius et de Dexiam pour former Dexia Asset Management permet de poursuivre le développement de l'activité de gestion d'actifs.

En avril 2002, Artesia BC, la banque Bacop et Artesia Services s'intègrent au groupe Dexia Banque pour donner Dexia Banque Belgique et les nombreuses agences travaillent donc sous cette nouvelle enseigne. Cette intégration a demandé des efforts assez conséquents. Afin de réaliser les synergies désirées (au niveau des coûts notamment), un grand nombre d'agences Artesia ont été fermées, les effectifs et les méthodes de travail de Dexia ont été imposés. Dexia prend donc la tête d'Artesia. Les principes clés de cette intégration-absorption sont l'encadrement et la vitesse.

L'encadrement par une forte implication de Dexia et par la mise en place d'un processus d'intégration

1.1 Artesia

In juli 2001 wordt in België Artesia Banking Corporation overgenomen door Dexia, via een kapitaalverhoging die was voorbehouden voor Arcofin, de aandeelhouder van Artesia Banking Corporation. Die bankgroep met activiteiten in activabeheer (Cordius Asset Management), retail banking (BACOB) en verzekeringen (DVV-Verzekeringen), was ook actief in de Belgische non-profitsector. Aldus werd Dexia in België de tweede grootste in de sector van de bankverzekeraars. In januari 2002 wordt de uitbouw van het activabeheer voortgezet dankzij de fusie van Cordius en Dexiam, die samen werden omgevormd tot Dexia Asset Management.

In april 2002 gaan Artesia BC, de Bacob-bank en Artesia Services op in de groep Dexia Bank om samen Dexia Bank België te vormen; de vele agentschappen gaan dus onder die nieuwe benaming werken. Die integratie heeft vrij forse inspanningen gevergd. Om de gewenste synergie-effecten (met name op kostenvlak) te verwezenlijken, worden veel Artesia-agentschappen gesloten; voorts worden de personeelsformaties en de werkwijzen van Dexia opgelegd. Dexia neemt dus de leiding van Artesia. De sleutelprincipes van die integratie/fusie waren begeleiding en snelheid.

Begeleiding gebeurt via een sterke betrokkenheid van Dexia en de tenuitvoerlegging van een gecontroleerd

contrôlé afin que celle-ci se passe au mieux. Des ressources internes ont été dédiées à l'aide à l'intégration et un consultant extérieur a également été présent tout au long du processus.

La vitesse car la direction désire une intégration rapide. Un comité d'intégration a donc été nommé, ses rôles sont de piloter l'intégration, de désigner les responsables pour la nouvelle entité et de définir des groupes de travail.

En mai 2002, il y a un accroissement de la participation dans les AP-assurances, de 82 % à 99 %.

En décembre 2006, cette filiale Banque Artesia Nederland est finalement vendue.

1.2 Labouchère et Kempen

En juillet 2001, Dexia acquiert Kempen & Co par le biais d'une offre publique. Cette banque néerlandaise était spécialisée dans les introductions sur la Bourse d'Amsterdam.

En août 2000, la banque Labouchère spécialisée dans la gestion patrimoniale, (notamment via internet) est rachetée au groupe Aegon, l'assureur néerlandais. Elle est ensuite fusionnée avec la banque Kempen pour donner Dexia Pays Bas, rattachée à la Banque Internationale du Luxembourg. Le degré d'intégration est modéré et les *back offices* sont absorbés. Par cette acquisition, Dexia désire renforcer son activité de gestion d'actifs et obtenir une clientèle haut de gamme.

Plus de 2 milliards d'euros ont été dépensés pour ces deux acquisitions qui se sont révélées (trop) risquées. En effet, Labouchère faisait du *leasing* d'actions (un investissement en Bourse par un emprunt bancaire), ce qui était très rentable dans les années 1990 mais qui s'est effondré après le crash boursier en 2000. De nombreux clients ont perdu leurs économies suite à ces événements, débouchant sur d'importants problèmes juridiques. Labouchère s'est donc épuisé dans les procès. La fusion a été annulée et Dexia a réduit ses activités aux Pays Bas tant la publicité était négative. En 2004, Dexia a revendu la banque Kempen pour 85 millions d'euros. Cela a engendré de nombreuses pertes. En 2005, le "règlement Duisenberg" est conclu entre Dexia et environ 165 000 clients (sur les 300 000 mécontents). Le coût pour Dexia s'est élevé à 400 millions d'euros. Cela a donc été un véritable désastre financier.

intégratieproces; zulks moest ervoor zorgen dat dit proces zo goed mogelijk verliep. Interne hulpmiddelen worden ingezet voor bijstand bij de integratie, en tijdens de volledige duur van het proces is ook een externe consultant aanwezig.

Snelheid staat voorop omdat de directie een snelle integratie wou. Daarom wordt een integratiecomité benoemd, met als taak de integratie te sturen, de verantwoordelijken voor de nieuwe entiteit aan te wijzen en werkgroepen samen te stellen.

In mei 2002 wordt de participatie in DVV-Verzekeringen opgetrokken van 82 % tot 99 %.

In december 2006 wordt uiteindelijk de dochteronderneming Artesia Bank Nederland verkocht.

1.2. Labouchère en Kempen

In juli 2001 verwerft Dexia Kempen & Co via een openbaar bod; die Nederlandse bank was gespecialiseerd in beursintroducties op de Amsterdamse beurs.

In augustus 2000 wordt de Bank Labouchère, gespecialiseerd in vermogensbeheer (met name via het internet) overgenomen van Aegon, de Nederlandse verzekeraar. Vervolgens wordt die instelling met de Bank Kempen samengevoegd om naderhand Dexia Nederland te vormen, die was verbonden aan de Banque Internationale du Luxembourg. De mate van integratie bleef beperkt, en de *back-offices* werden gefuseerd. Met die overname wou Dexia het eigen activabeheer uitbouwen en een topcliënteel aanspreken.

Er werd ruim 2 miljard euro uitgegeven voor die twee overnames, maar uiteindelijk bleken ze (te) risicovol. Labouchère deed namelijk aan aandelenleasing (een beursbelegging waar een banklening voor wordt aangegaan), een methode die in de jaren 90 van de vorige eeuw heel rendabel was maar na de beurskrach van 2000 compleet is weggezaakt. Tal van klanten hebben daardoor hun spaargeld verloren, wat tot grote gerechtelijke geschillen heeft geleid. Labouchère raakte erg verzwakt door die gerechtszaken. De fusie werd ongedaan gemaakt en Dexia heeft zijn activiteiten in Nederland teruggeschroefd, wegens de uiterst negatieve weerklank. In 2004 verkoopt Dexia Kempen & Co door voor 85 miljoen euro, wat met aanzienlijke verliezen gepaard ging. In 2005 sluiten Dexia en ongeveer 165 000 klanten (op een totaal van 300 000 misnoegde klanten) de zogenoemde Duisenberg-regeling. Die heeft Dexia 400 miljoen euro gekost, wat voor de groep een heuse financiële ramp betekende.

1.3 Crediop et Sabadell

En 1997, Dexia prend une participation de 40 % dans le capital de première banque privée italienne, Crediop, spécialisée dans le financement des collectivités locales italiennes.

Durant l'année 1998, le développement international s'intensifie. La participation du groupe dans le capital de Dexia Crediop, en Italie, atteint 60 % en juin 1999. Cette acquisition confirme la place de leader européen détenue par Dexia, déjà numéro un sur le marché du financement du secteur public en Belgique et en France.

En 2000, en Espagne, l'alliance de Dexia et de Banco Sabadell (quatrième groupe bancaire privé espagnol) permet de créer Dexia Sabadell Banco Local, une filiale commune se consacrant au financement du secteur public local.

En 2001, le développement international dans l'activité des services financiers pour le secteur public s'intensifie encore par l'augmentation de 10 % (pour atteindre 70 %) dans le capital de Dexia Crediop.

1.4 Denizbank

Le 31 mai 2006, l'annonce de l'acquisition de participations dans DenizBank Financial Services Group, la 6ième banque à capitaux privés de Turquie, par Dexia est faite. Cette dernière acquiert une participation de contrôle de 75 %. En septembre, Dexia annonce la réalisation d'une augmentation de capital de 1,2 milliard d'euros par le biais d'un placement accéléré, en vue de financer une partie de l'acquisition de DenizBank. Le 17 octobre 2006, toutes les approbations nécessaires ayant été obtenues, la convention d'achat avec Zorlu Holding portant sur l'achat d'une participation d'environ 75 % est finalisée. Ces 75 % (74,9965 % pour être précis) représentent 237 063 940 440 actions ont donc été transférées de Zorlu Holding AS à Dexia Participation Belgique SA, une filiale Dexia SA pour un total de 2 428 573 380 US dollars.

Ainsi, 100 % des actions de DenizBank sont valorisées à 3,238 milliards US dollars. Afin de respecter la législation turque, Dexia Participation Belgique SA a lancé une offre publique d'achat obligatoire sur les actions ordinaires des actionnaires minoritaires (environ 25 %). Ces dernières étaient cotées à la Bourse d'Istanbul. Après avoir obtenu les approbations réglementaires nécessaires pour cette offre publique d'achat, elle a lieu au prix par action en TRY équivalent à celui offert à Zorlu Holding. En décembre 2006, Dexia acquiert 99,74 % de la banque turque Denizbank. Membre du comité de

1.3 Crediop en Sabadell

In 1997 neemt Dexia een participatie van 40% in het kapitaal van Crediop, de grootste Italiaanse privébank, gespecialiseerd in de financiering van de Italiaanse lokale besturen.

In de loop van 1998 zet Dexia zijn internationale opmars voort. Het aandeel van de groep in het kapitaal van het Italiaanse Dexia Crediop bedraagt in juni 1999 60%. Die aankoop bevestigt de Europese leiderspositie van Dexia, dat toen al de nummer één was op het vlak van publiekesectorfinanciering in België en Frankrijk.

In Spanje leidt de alliantie van Dexia en de Banco Sabadell (vierde grootste Spaanse private bankgroep) in 2000 tot de oprichting van Dexia Sabadell Banco Local, een gemeenschappelijk dochterbedrijf dat zich toelegt op de financiering van lokale openbare besturen.

In 2001 gaat Dexia nog een stap verder in de uitbreiding van zijn activiteit inzake financiële dienstverlening aan de openbare sector: het belang in het kapitaal van Dexia Crediop wordt nog eens met 10% vermeerderd en bedraagt dan 70%.

1.4 DenizBank

Op 31 mei 2006 kondigt Dexia aan dat het een controleparticipatie van 75% heeft verworven in DenizBank Financial Services Group, de zesde grootste privébank in Turkije. In september laat Dexia weten dat het, om de overname van DenizBank deels te financieren, door middel van een versnelde plaatsing een kapitaalverhoging met 1,2 miljard euro heeft verricht. Zodra de nodige goedkeuringen waren verkregen, wordt op 17 oktober 2006 de overname-overeenkomst met Zorlu Holding gesloten voor de aankoop van een participatie van ongeveer 75%. Die 75% (74,9965% om precies te zijn) betreft in totaal 237 063 940 440 aandelen, die dus werden overgedragen van de NV Zorlu Holding naar de NV Dexia Participation Belgique, een dochter van de nv Dexia. Die aandelen hebben dan een totale waarde van 2 428 573 380 US dollars.

Het hele aandelenpakket (100%) van DenizBank bedraagt dus 3,238 miljard US dollars. Dexia Participation Belgique nv brengt vervolgens, in overeenstemming met de Turkse wetgeving, een verplicht openbaar bod tot aankoop uit op de resterende gewone aandelen die in handen zijn van de minderheidsaandeelhouders (circa 25%) en op de beurs van Istanbul genoteerd zijn. Na het verkrijgen van de vereiste goedkeuringen voor dat openbaar bod tot aankoop, wordt een bod uitgebracht tegen een prijs per aandeel in TRY die overeenkomt met die welke aan Zorlu Holding werd aangeboden. In

direction de Dexia, Dirk Bruneel est devenu le président du conseil d'administration de DenizBank et Hakan Ates est resté administrateur délégué de DenizBank.

Axel Miller, administrateur délégué de Dexia, a déclaré: *“Avec DenizBank, Dexia a acquis une activité de grande valeur en Turquie. DenizBank est très bien placée pour saisir les opportunités offertes dans le domaine de la banque universelle sur l'un des marchés de la région dont la croissance est des plus rapides. En outre, la banque capitalisera sur le leadership mondial de Dexia pour développer, à moyen et long terme, une position importante dans le domaine des services financiers au secteur public et du financement de projets dans un environnement très prometteur.”*

Hakan Ates a précisé: *“Depuis sa création il y a neuf ans, Denizbank est devenue la sixième plus grande banque privée en Turquie. Grâce à ce rachat, non seulement Dexia, le leader mondial du financement public, apporte son expertise et ses excellentes notations au système bancaire turc, mais en plus le groupe Zorlu retrouve l'opportunité d'investir en Turquie et de contribuer ainsi à la croissance économique. Denizbank deviendra le moteur de croissance de Dexia dans la région et contribuera ainsi à sa diversification.”*

1.5 FSA

En 2000, le groupe Dexia acquiert Financial Security Assurance (FSA), une compagnie d'assurances aux États-Unis, l'un des leaders du rehaussement de crédit des obligations municipales. Une intégration “coordination” est privilégiée: FSA est donc dotée d'une grande autonomie et garde ses structures, ses méthodes de travail et ses effectifs (250 personnes). Par contre, les méthodes de reporting et la politique de risques sont imposées par Dexia Crédit Local. L'intégration est donc assez faible. Le but de ce rachat est d'augmenter les revenus de l'activité *“Public and Project Finance”* ainsi que l'expansion géographique. En 2000, au terme de cette acquisition, l'objectif défini lors de la création de Dexia est donc atteint, elle devient leader mondial sur le marché des services financiers pour le secteur public.

1.6 Les autres filiales de DCL

En 1999, d'importants développements sont réalisés dans le secteur de l'assurance: le groupe devient majoritaire au sein de Sofaxis, société française spécialisée

december 2006 verwerft Dexia 99,74% van de Turkse DenizBank. Dirk Bruneel, lid van het directiecomité van Dexia, wordt voorzitter van de raad van bestuur van DenizBank. Hakan Ates blijft chief executive officer van DenizBank.

Axel Miller, chief executive officer van Dexia, verklaarde in dat verband: *“Dexia heeft met DenizBank een waardevolle activiteit verworven in Turkije. DenizBank is bijzonder goed geplaatst om de belangrijke opportuniteiten te grijpen die zich op een van de snelst groeiende markten in de regio aanbieden op het gebied van universeel bankieren. Bovendien zal de bank gebruik kunnen maken van Dexia's status van wereldleider om op middellange tot lange termijn een sterke positie op het gebied van public & project finance te ontwikkelen in een veelbelovende omgeving.”*

Hakan Ates voegde daar het volgende aan toe: *“DenizBank werd, sinds de opstart ervan negen jaar geleden, de zesde grootste private banker in Turkije. Dankzij deze overname zal Dexia, de wereldleider inzake public/project finance, zijn expertise en uitstekende ratings inbrengen in het Turkse bankwezen; bovendien zal de Zorlu-groep de opportuniteit krijgen om verder te investeren in Turkije, en om aldus bij te dragen tot de economische groei. Daarnaast zal, met deze overname, Denizbank de groeimotor worden van Dexia in de regio, en zal het aldus bijdragen tot zijn diversificatie.”*

1.5 FSA

In 2000 verwerft de Groep Dexia Financial Security Assurance (FSA), een verzekeringsmaatschappij in de Verenigde Staten, die een leidende rol speelt op het gebied van credit enhancement voor gemeenteobligaties. Er wordt geopteerd voor een “integratie-coördinatie”: FSA geniet dus een grote autonomie en behoudt zijn structuren, zijn werkmethodes en zijn personeel (250 medewerkers). De rapportagemethode en het risico-beleid worden daarentegen opgelegd door Dexia Crédit Local. De integratie blijft met andere woorden vrij beperkt. Het doel van die overname bestaat erin de inkomsten van de Public and Project Finance-activiteit te vermeerderen en de geografische expansie te vergroten. Met die overname heeft Dexia in 2000 dus het doel bereikt dat bij de oprichting van de groep werd vastgelegd, namelijk wereldleider worden op de markt van de financiële diensten voor de overheidssector.

1.6 De andere dochterondernemingen van DCL

In 1999 doen zich in de verzekeringssector belangrijke ontwikkelingen voor: de groep wordt meerderheidsaandeelhouder van Sofaxis, een Franse vennootschap

dans l'assurance statutaire des fonctionnaires territoriaux et hospitaliers. Il acquiert également le courtier Rekord en Allemagne et Elvia Assurances en Belgique.

En 2000, Dexia agit dans la plupart des pays de l'UE. En Slovaquie, elle entre dans le capital de Prvá komunálna banka (PKB) (banque spécialisée dans le financement du secteur public) avec son partenaire Kommunalkredit Austria.

En ce qui concerne l'activité des services financiers pour le secteur public, le développement international s'intensifie encore et en 1999, Dexia devient actionnaire d'une banque israélienne spécialisée dans le financement des collectivités locales, à savoir Otzar Hashilton Hamekomi.

En 2001, plusieurs acquisitions sont également réalisées en France, en Espagne, au Luxembourg, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

En 2002, en Espagne, Iberagentes Popular Banca Privada est créée en partenariat avec Banco Popular Español. En outre, un bureau de représentation est ouvert à Sydney, en Australie avec pour but, l'aide au développement du groupe dans la zone Asie-Pacifique.

En juillet 2003, la participation minoritaire dans Crédit Agricole SA (Crédit Agricole de Belgique) de Dexia est vendue et en septembre, la participation des actionnaires minoritaires de sa filiale allemande Dexia HypothekenBank Berlin (devenue Dexia Kommunalbank Deutschland), active dans le financement du secteur public local est rachetée par Dexia.

En 2004, afin de renforcer sa position sur le marché de l'assurance, Dexia rassemble au sein d'une seule entité dénommée Dexia Insurance Services, ses 11 compagnies (les principales sont en Belgique, et les autres étant au Luxembourg, en Suisse, en Allemagne, en France et en Irlande). Cette même année, en novembre, Dexia fait l'acquisition de FMS Hoche, une société basée en France, spécialisée dans l'administration de fonds.

En ce qui concerne le développement international de l'activité de financement du secteur public, Dexia prévoit d'ouvrir quatre implantations dans des pays représentant un fort potentiel de progression, à savoir le Canada, le Japon, le Mexique et la Pologne (licences bancaires reçues en en 2005 et 2006).

gespecialiseerd in de statutaire verzekering van de zogenaamde *fonctionnaires territoriaux* en de ambtenaren in de gezondheidszorg. Tevens neemt de Groep de makelaar Rekord in Duitsland over, alsook Elvia Verzekeringen in België.

In 2000 is Dexia actief in de meeste EU-landen. In Slovaakije treedt Dexia, samen met partner Kommunalkredit Austria, toe tot het kapitaal van Prvá komunálna banka (PKB), een bank die gespecialiseerd is in overheidsfinanciering.

De financiële dienstverlening aan de overheidssector wordt internationaal nog sterker uitgebouwd; in 1999 wordt Dexia aandeelhouder van een Israëlische bank die gespecialiseerd is in de financiering van de lokale overheden, Otzar Hashilton Hamekomi.

In 2001 vinden ook in Frankrijk, Spanje, Luxemburg, Nederland en het Verenigd Koninkrijk overnames plaats.

In 2002 wordt in Spanje Iberagentes Popular Banca Privada opgericht, in samenwerking met Banco Popular Español. Tevens wordt een representatiekantoor in het Australische Sydney opgericht, om in de regio Azië-Stille Oceaan de ontwikkeling van de groep te ondersteunen.

In juli 2003 wordt de minderheidsparticipatie van Dexia in Crédit Agricole SA (het Belgische Landbouwkrediet) verkocht, en in september van dat jaar wordt de participatie van de minderheidsaandeelhouders van haar dochteronderneming Dexia Hypothekenbank Berlin (omgedoopt tot Dexia Kommunalbank Deutschland), die actief is in de financiering van de lokale overheden, door Dexia opgekocht.

Om de eigen positie op de verzekeringsmarkt te verstevigen, brengt Dexia in 2004 haar elf verzekeringsondernemingen samen in één enkele entiteit, genaamd Dexia Insurance Services (de belangrijkste ondernemingen bevinden zich in België, de andere in Luxemburg, Zwitserland, Duitsland, Frankrijk en Ierland). In november van hetzelfde jaar neemt Dexia FMS Hoche over, een in Frankrijk gevestigde onderneming die gespecialiseerd is in fondsenbeheer.

Wat de internationale uitbouw van de financieringsactiviteit van de overheidssector betreft, plant Dexia vier vestigingen te openen in landen met veel groeipotentieel, met name Canada, Japan, Mexico en Polen (waarvoor in 2005 en 2006 banklicenties werden verworven).

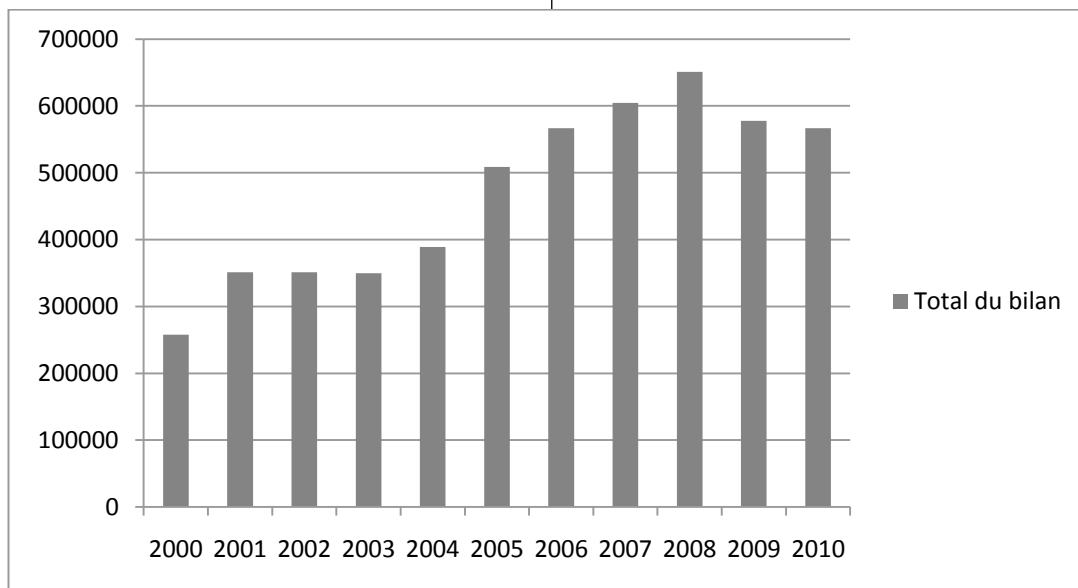
En 2005, Dexia crée une co-entreprise avec Royal Bank of Canada. Ce partenariat à parts égales s'appelle RBC Dexia Services aux Investisseurs, elle devient effective le 1^{er} janvier 2006.

De plus, il crée Dexia Asset Management, une filiale performante se consacrant à la gestion d'actifs pour des clients privés et institutionnels au départ de l'acquisition d'UBS Asset Management (qui est devenue Dexia Asset Management France).

En octobre 2006, la Dexia Public Finance est ouverte en Suisse, c'est un bureau de représentation bancaire à l'étranger spécialisé dans les services financiers au secteur public.

2. La dilatation du bilan

La figure ci-dessous représente l'évolution du total du bilan en millions d'euros de Dexia groupe au cours de la période étudiée:



Dexia a connu une très forte croissance sur la période observée (+120 % sur la période étudiée et +146 % entre 2000 et 2008) avec un taux moyen de 9 % par an entre 2000 et 2010.

Cette croissance peut s'expliquer par trois facteurs distincts: l'augmentation du périmètre via une série de fusions/acquisitions de nouvelles sociétés ou de branches d'activités appartenant à d'autres groupes, la croissance dans les activités existantes qui est en partie induite par l'intégration des activités des nouvelles acquisitions et finalement les variations dans le portefeuille d'actifs détenus pour le trading.

In 2005 gaat Dexia met Royal Bank of Canada een joint venture aan. Dit partnerschap, waarbij elke partner over evenveel aandelen beschikt, heet RBC Dexia Services aux Investisseurs. Ze gaat van start op 1 januari 2006.

Bovendien wordt Dexia Asset Management opgericht, een performante dochteronderneming die zich toelegt op activabeheer voor privé- en institutioneel cliënteel. De basis is de overname van UBS Asset Management (dat Dexia Asset Management France is geworden).

In oktober 2006 wordt Dexia Public Finance in Zwitserland geopend, een bancaire representatiekantoor in het buitenland dat gespecialiseerd is in financiële dienstverlening aan de overheid.

2. De balansverruiming

De onderstaande tabel geeft de evolutie weer van het balanstotaal (in miljoen euro) van Dexia groep in de geanalyseerde periode:

In de geanalyseerde periode kende Dexia een bijzonder forse groei (+ 120 % in de geanalyseerde periode, en + 146 % van 2000 tot 2008), met een gemiddeld percentage van 9 % per jaar in de periode 2000-2010.

Die groei is te danken aan drie afzonderlijke factoren: de verruiming van de perimeter via een aantal fusies/overnames van nieuwe vennootschappen of activiteiten die tot andere groepen behoren, de groei van de bestaande activiteiten die deels toe te schrijven is aan de integratie van de activiteiten van de nieuwe overnames, en ten slotte de schommelingen in de activaportefeuille waarmee aan trading wordt gedaan.

Les méthodes utilisées pour mobiliser les ressources nécessaires au financement de cette expansion bilantaire varient au cours du temps et comptent entre autres: augmentation de capital, émission de titres obligataires ou croissance de la base de dépôts du groupe.

Om de nodige middelen ter financiering van die bilansexpansie te vergaren, worden in de loop der jaren uiteenlopende methoden aangewend, onder meer kapitaalverhoging, de uitgifte van obligaties, of nog de uitbreiding van de depositogrondslag van de groep.

II. — LA FUITE EN AVANT 2006-2008

Cette partie décrit la période allant de 2006 à la veille du sauvetage de la banque, en 2008. Les circonstances du sauvetage et les développements qui y ont conduit sont décrits dans la partie III, qui esquisse également le contexte économique et financier général de la période ayant précédé la crise bancaire.

La description de cette période se fonde en partie sur le rapport de 2009 fait au nom de la Commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire.¹

CHAPITRE 1^{ER}

Contexte et groupe comparatif

Nous reprenons les mêmes institutions que dans le chapitre initial de la première partie.

1. Depfa Bank

En 2007 le business model de Depfa consistait principalement en l'intermédiation entre le financement sophistiqué du secteur public et les investisseurs institutionnels. Ceux-ci étant particulièrement devenus demandeurs d'actifs de qualité en cette période turbulente.

Afin de répondre à ce besoin, Depfa prenait à son actif des obligations et des emprunts émis par les institutions publiques, ceux-ci étaient financés par l'émission d'obligations long terme sécurisées notées AAA. Ces émissions représentaient environ la moitié du financement de Depfa. L'autre moitié se divisait entre des promesses de rachat (*repurchase agreements*) et du financement court-terme non sécurisé.

En 2006 et 2007 Depfa continue sa stratégie d'expansion géographique et acquiert notamment l'activité "*municipal capital markets*" de First Albany Capital Inc. Au deuxième trimestre de 2007 Depfa ouvre un bureau à Istanbul ainsi qu'une filiale à Honk-Kong.

C'est également durant cette année-là que Depfa devient filiale à 100 % de Hypo Real Estate Holding AG. Le groupe Hypo Real Estate éprouve des problèmes de liquidités. Ce dernier fait face à une restructuration de son activité et obtient des garanties d'état ainsi que l'accès à des "facilités" de liquidité.

¹ Chambre et Sénat (27 avril 2009), Rapport fait au nom de la Commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, DOC 52 1643/002 (Chambre)/4-1100/1 (Sénat).

II. — DE VLUCHT VOORUIT 2006-2008

Dit deel beschrijft de periode van 2006 tot voor de redding van de bank in 2008. De omstandigheden van de redding en de ontwikkelingen in de aanloop ernaar toe worden beschreven in het deel III. In dat deel wordt ook de algemene economische en financiële context in de periode voorafgaand aan de bankcrisis geschetst.

Voor een deel van de beschrijving van deze periode wordt gebruik gemaakt van het verslag namens de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis¹ van 2009.

HOOFDSTUK 1

Context en vergelijkingsgroep

We werken met dezelfde instellingen als in deel 1, hoofdstuk 1.

1. Depfa Bank

In 2007 bestond het business model van Depfa in de eerste plaats uit intermedieëring; aan de ene kant stond de gesofisticeerde financiering van de openbare sector, aan de andere kant de institutionele beleggers — die waren in die turbulente periode echt vragende partij voor kwalitatief goede activa.

Depfa heeft, om op die vraag in te spelen, obligaties en leningen opgenomen die door openbare instellingen waren uitgegeven. Dat papier werd gefinancierd door de uitgifte van beveiligde obligaties op lange termijn, met AAA-rating. Die uitgiften waren goed voor zowat de helft van de financiering van Depfa, de andere helft bestond uit *repurchase agreements* en uit niet-beveiligde kortetermijnfinanciering.

In 2006 en 2007 heeft Depfa zijn beleid van geografische expansie voortgezet. Depfa heeft met name de Municipal Capital Markets-activiteit van First Albany Capital Inc. verworven. Tijdens het tweede kwartaal van 2007 heeft Depfa een kantoor geopend in Istanbul en een dochteronderneming opgericht in Hongkong.

Nog in 2007 is Depfa de volledige dochter geworden van Hypo Real Estate Holding AG. De groep Hypo Real Estate kampte met liquiditeitsproblemen. Die groep heeft een herstructurering van zijn activiteiten moeten ondergaan en staatswaarborgen ontvangen, alsook toegang tot "liquiditeitsfaciliteiten".

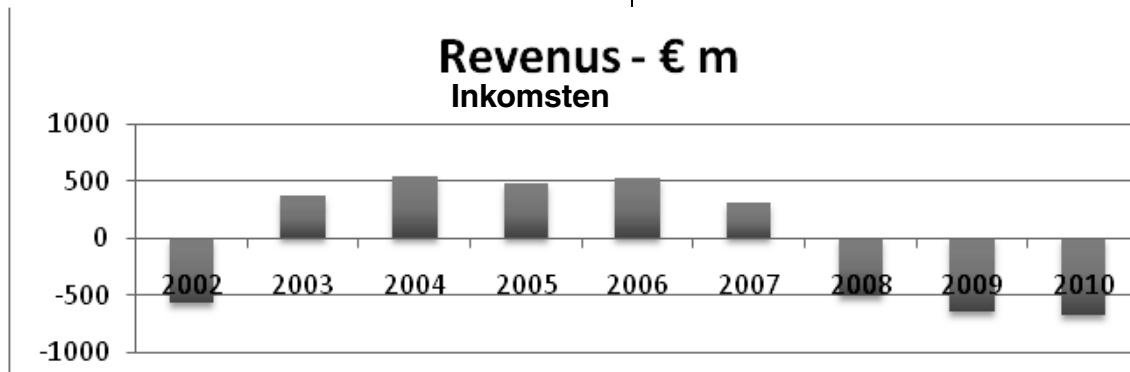
¹ Kamer en Senaat (27 april 2009), Verslag namens de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, DOC 52 1643/002 (Kamer)/4-1100/1 (Senaat).

Néanmoins malgré la crise, l'activité du groupe se maintient entre 2006 et 2008, le total bilantaire atteint presque 250 000 millions d'euros en 2008. Les revenus du groupe en revanche commencent à se détériorer gravement.

En 2008 les pertes principales de la banque venaient principalement du *trading* ainsi que des provisions pour pertes sur prêts et avances.

In weerwil van de crisis kan de groep zijn activiteiten tussen 2006 en 2008 behouden; het balanstotaal bedraagt in 2008 bijna 250 000 miljoen euro. De inkomsten van de groep nemen gaandeweg echter fors af.

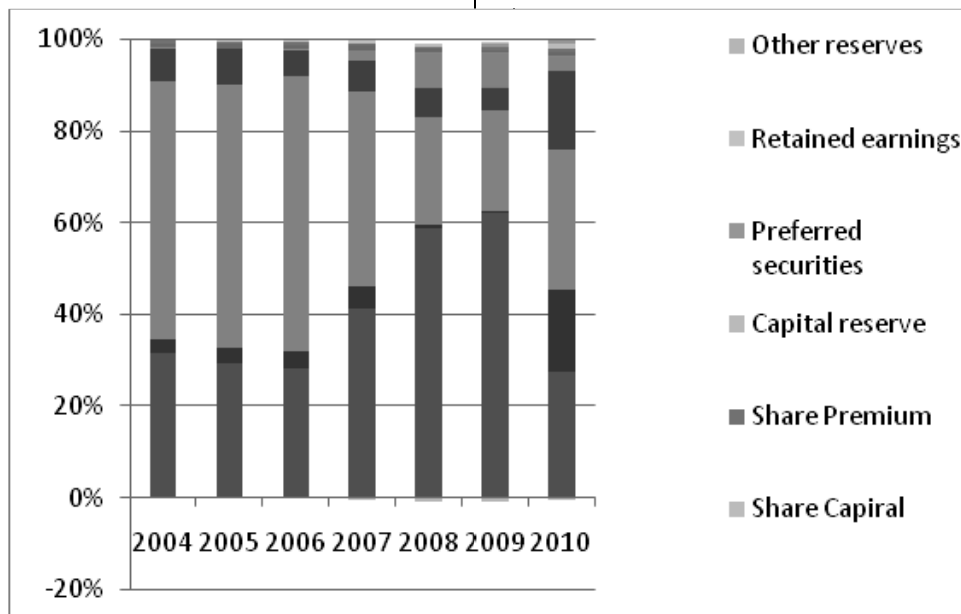
In 2008 zijn de grootste verliezen van de bank vooral te wijten aan trading en aan provisies voor verliezen op leningen en voorschotten.



Le *rating* de la banque commence à se détériorer en 2007 avec S&P qui fait passer la note Depfa de AA- à A+. Fin 2008 le rating de Depfa est de A- (Fitch) A2 (Moody's) et BBB(S&P).

La répartition de l'actif du bilan reste stable durant la période 2006 à 2008. Le passif quant à lui connaît une sensible détérioration. Entre 2006 et 2008 les dettes aux banques passent de 30 % à 60 % du total bilantaire.

Passif de Depfa Bank (2004 – 2010)



In 2007 verslechtert de rating van de bank gaandeweg; S&P verlaagt de rating van Depfa van AA- tot A+. Eind 2008 bedraagt de rating van Depfa A- (Fitch), A2 (Moody's) en BBB(S&P)

In 2006-2008 blijft de spreiding van de activa op de balans stabiel, maar de passiva nemen hand over hand toe. In de periode 2006-2008 stijgen de schulden aan de banken van 30 % tot 60 % van het balanstotaal.

Passiva van Depfa BANK (2004 – 2010)

2. BNP Paribas

- 2006

Acquisition de Banca Nazionale del Lavoro qui fait de l'Italie le second marché domestique de la banque

La tendance haussière du poste "prêts nets" se poursuit en 2007 avec une augmentation plus modeste de 13 % à 403 milliards d'euros pour les prêts à la clientèle. En 2008, l'augmentation est principalement due aux prêts à la clientèle qui augmentent de 13 % à 454 milliards d'euros. Les différentes acquisitions réalisées par le groupe couplées avec la forte croissance à la fois externe et organique de filiales spécialisées dans le crédit comme Cetelem expliquent cette évolution.

Pour les actifs à court-terme l'augmentation en 2007 se décompose en une hausse de 31 % des opérations de pension à 334 milliards d'euros, de 46,7 % des produits dérivés à 237 milliards d'euros, de 70 % des titres de créances négociables à 83 milliards d'euros. L'augmentation des actions et autres titres à revenus variables est plus faibles du fait de l'éclatement de la crise des subprimes dans le courant de l'année 2007 (+5 % à 144 milliards d'euros). On note une diminution des obligations de 7,7 % à 128 milliards d'euros. La forte augmentation observée en 2008 s'explique par une hausse de 140 % du portefeuille de produits dérivés à 566 milliards compensé partiellement par une diminution de 40 % des actions et autres titres à revenus variables à 89 milliards et de 21 % des titres de créances négociables à 65 milliards. La forte augmentation du portefeuille de produits dérivés se décompose en une augmentation de 200 % des produits dérivés de taux d'intérêt à 298 milliards et de 182 % dans les dérivés de crédit à 86 milliards.

En ce qui concerne l'évolution du passif du groupe, l'augmentation de 25 % en 2007 des emprunts à court-terme est due en partie à une augmentation de 23,5 % des accords de pension à 358 milliards d'euros et une hausse de 32,7 % dans le portefeuille de dérivés à 245 milliards. Cette augmentation est partiellement compensée par une diminution de 2,4 % dans les emprunts de titres et les ventes à découvert à 116 milliards d'euros.

En 2008, l'augmentation de 29 % est imputable à une forte augmentation du portefeuille de dérivés à 545 milliards d'euros (+123 %) partiellement compensée par une diminution de 28 % dans les emprunts de titres et les ventes à découvert à 83 milliards d'euros. La hausse du portefeuille de dérivés s'explique par une augmentation de 199 % des dérivés de taux d'intérêts à 291,5 milliards et de 173 % à 82,4 milliards d'euros pour les dérivés de crédits.

2. BNP Paribas

- 2006

Verwerving van de Banca Nazionale del Lavoro, waardoor Italië de tweede thuismarkt van de bank wordt.

In 2007 zet de stijgende trend van de post "netto leningen" zich door, weliswaar met een beperktere toename met 13 %, tot 403 miljard euro, voor de leningen aan het cliënteel. In 2008 is de toename vooral toe te schrijven aan de leningen aan het cliënteel, met 13 % tot 454 miljard euro. Die evolutie valt te verklaren door de diverse verwervingen door de groep, in samenhang met de sterke externe én organische groei van de in kredietverstreking gespecialiseerde filialen (zoals Cetelem).

Voor de activa op korte termijn valt de toename in 2007 uiteen in een stijging met 31 % van de reponeringingen (tot 334 miljard euro), met 46,7 % van de derivaten producten (tot 237 miljard euro) en met 70 % van de verhandelbare schuldvorderingen (tot 83 miljard euro). De stijging van de aandelen en de andere effecten met variabele opbrengst ligt lager ingevolge de uitbarsting van de subprimecrisis in 2007 (+5 %, tot 144 miljard euro). Voorts valt een daling van de obligaties te noteren, met 7,7 %, tot 128 miljard euro. De sterke stijging die in 2008 werd waargenomen valt te verklaren door een toename met 140 % van de derivatenportefeuille tot 566 miljard, deels gecompenseerd door een daling met 40 % van de aandelen en andere effecten met variabele inkomsten, ten belope van 89 miljard, en met 21 % van de verhandelbare schuldbewijzen, tot beloop van 65 miljard. De forse stijging van de derivatenportefeuille kan worden opgedeeld in een stijging met 200 % van de rentederivaten tot 298 miljard en een stijging met 182 % in de kredietderivaten, voor een bedrag van 86 miljard.

Wat de passiva van de groep betreft, is de stijging met 25 % in 2007 van de kortetermijnleningen voor een deel toe te schrijven aan een stijging met 23,5 % in de repo-overeenkomsten, tot 358 miljard euro, en aan een stijging met 32,7 % in de derivatenportefeuille, tot 245 miljard. Die stijging wordt gedeeltelijk gecompenseerd door een daling met 2,4 % in de effectenleningen en de baissetransacties, tot 116 miljard euro.

In 2008 houdt de stijging met 29 % verband met een forse toename van de derivatenportefeuille tot 545 miljard euro (+123 %), deels gecompenseerd door een daling met 28 % in de effectenleningen en de baissetransacties, tot 83 miljard euro. Deze toename van de derivatenportefeuille kan worden verklaard door een stijging met 199 % in de rentederivaten, tot 291,5 miljard, en met 173 %, tot 82,4 miljard euro, in de kredietderivaten.

Concernant les dépôts des clients, 2006 voit l'augmentation de 21 % à 299 milliards d'euros qui peut s'expliquer par une augmentation de 38 % des dépôts à vues à 142.5 milliards, de 11 % des comptes à terme à 101 milliards, de 48 % des opérations de pension à 4 milliards et de 17 % des bons de caisse à 11 milliards. Cette tendance se poursuit en 2007 et 2008 pour porter le total à 414 milliards d'euros. Il est à noter que cette augmentation est principalement due à ses acquisitions en Italie.

3. Deutsche Bank AG (DB)

- 2006

Acquisition de Chapel Funding, société américaine active sur le marché des crédits hypothécaires et dans leur titrisation. Cette opération fait partie d'un projet consistant à créer une structure intégrée verticalement pour le marché des MBS résidentiels.

Achat de United Financial Group, une banque d'affaires russe ainsi que de Norisbank en Allemagne.

- 2007

Acquisition de Mortgage IT, un *Real Estate Investment Trust* (REIT) pour emprunt hypothécaires résidentiels. Cette acquisition s'inscrivait également dans la stratégie de développement de l'activité d'emprunts hypothécaires de DB.

Achat de Berliner bank permettant à DB d'augmenter son influence dans le secteur de la banque de détail en Allemagne.

Acquisition d' Abbey life assurance company qui est une compagnie d'assurance anglaise.

- 2008

Acquisition de la société américaine administratrice de *hedge funds* DB Hedgeworks dans l'optique de renforcer l'offre de service dans ce secteur d'activité.

On remarque une forte augmentation des actifs à court-terme en 2007 due à 60 % à l'augmentation des produits dérivés évalués à leur juste valeur. L'augmentation est en effet d'environ 225 milliards d'euros. Le même phénomène est observé au passif avec une augmentation des produits dérivés évalués à leur juste

Wet de cliëntendeposito's betreft, valt in 2006 een stijging met 21 % tot 299 miljard euro te noteren, die kan worden toegeschreven aan een stijging met 38 % in de zichtdeposito's, tot 142.5 miljard, met 11 % in de termijnrekeningen, tot 101 miljard, met 48 % in de repo-verrichtingen, tot 4 miljard, en met 17 % in de kasbons, tot 11 miljard. Die trend houdt aan in 2007 en 2008 en brengt het totaal op 414 miljard euro. Die stijging is voornamelijk te danken aan de verwervingen van de groep in Italië.

3. Deutsche Bank AG (DB)

- 2006

Verwerving van Chapel Funding, een Amerikaanse vennootschap die actief is op de markt van de hypothecaire leningen en de effectisering daarvan. Die operatie maakt deel uit van een project dat erop gericht is een verticaal geïntegreerde structuur op te zetten voor de markt van de residentiële, door hypotheek gedekte waardepapieren (MBS).

Aankoop van United Financial Group, een Russische zakenbank, alsook van Norisbank in Duitsland.

- 2007

Verwerving van Mortgage IT, een *Real Estate Investment Trust* (REIT) op het gebied van voor woningen bestemde hypothecaire leningen. Die verwerving paste tevens in de ontwikkeling van de op het métier hypothecaire leningen gerichte strategie van DB.

Aankoop van Berliner bank, wat DB in staat stelde haar invloed in de retail banking sector in Duitsland te vergroten.

Verwerving van Abbey Life Assurance Company, een Engelse verzekeringsmaatschappij.

- 2008

Verwerving van het in het beheer van hefboomfondsen gespecialiseerde Amerikaanse bedrijf DB HedgeWorks, met de bedoeling het dienstenaanbod in die activiteitensector te versterken.

In 2007 noteert men een sterke toename van de kortetermijnactiva, wat voor 60 % toe te schrijven is aan de stijging van de fair value derivaten. De stijging bedraagt namelijk ongeveer 225 miljard euro. Hetzelfde verschijnsel valt te noteren aan de passiefzijde, met een toename met 216 miljard euro van de fair value deriva-

valeur de 216 milliards d'euros. Il est à noter que cette tendance se poursuit en 2008 tant à l'actif qu'au passif.

Les autres actifs connaissent encore une augmentation de 32 % à 183 milliards d'euros via les actifs liés aux activités de courtage.

4. ING

• 2007

Le groupe est présent dans 50 pays, compte plus de 120 000 collaborateurs (dont 11 000 aux États-Unis), possède 75 millions de clients et gère près de 600 milliards d'euros d'actifs. ING a réalisé de belles performances pendant cette année difficile du secteur financier. En effet, la banque avait investi pour améliorer sa gestion du risque et a donc résisté aux bouleversements du marché du crédit avec un impact direct limité. ING a décidé de concentrer son focus stratégique sur les activités suivantes: banque, gestion d'investissements, assurance vie et services retraite. ING a donc intensifié les efforts d'investissements et a commencé un programme d'acquisitions majeures renforçant ainsi les positions sur d'importants marchés de croissance, y compris en Turquie, Corée du Sud, Thaïlande, et Amérique latine. ING a aussi vendu plusieurs activités non stratégiques (assurances au Mexique) et a continué à investir dans la croissance interne. Aux Pays-Bas, ING Bank et Postbank ont été rassemblées sous un seul sigle, et le service et le modèle de distribution de détails sur le marché belge ont été optimisés. L'assurance vie et les banques de détail ont été mises en place en Europe centrale, et d'importantes conventions de distributions bancaires ont été signées en Grèce et Malaisie. De nombreux investissements ont été réalisés pour la poursuite de la croissance d'ING Direct.

• 2008

Cette année a été plus difficile que ce qui avait été prévu en février quand ING avait annoncé vouloir affiner sa stratégie et commencer de nouveaux plans de croissance. Pour ING, la conséquence immédiate de la crise a été un besoin d'augmenter le capital et les ratios. Elle a donc été aidée par le gouvernement des Pays-Bas (10 milliards). L'importante détérioration du marché a amené des résultats financiers décevants.

En ce qui concerne les notes de crédit octroyé par les différentes agences de notation, Le rating d'ING selon Moody's est resté stable de 2002 à 2005. En

ten. Aangestipt zij dat die trend zich doorzet in 2008, in zowel de activa als de passiva.

De overige activa nemen met nog 32 % toe tot 183 miljard euro via de aan de makelaarsactiviteiten gekoppelde activa.

4. ING

• 2007

De groep is aanwezig in 50 landen, telt meer dan 120 000 medewerkers (van wie 11 000 in de Verenigde Staten), heeft meer dan 75 miljoen cliënten en beheert activa ter waarde van nagenoeg 600 miljard euro. In dit voor de financiële sector moeilijke jaar heeft ING een fraaie prestatie neergezet. De bank had namelijk geïnvesteerd om haar risicobeheer te verbeteren en heeft dus weerstand kunnen bieden aan de schokgolven op de kredietmarkt, waarvan de directe impact beperkt is gebleven. ING heeft besloten haar strategische focus te richten op de volgende activiteiten: bankieren, beleggingsbeheer, levensverzekeringen en pensioen-diensten. ING heeft bijgevolg de investeringsinspanningen opgevoerd en heeft een programma voor grote verwervingen gelanceerd, waardoor ze haar positie op belangrijke groeimarkten, inclusief Turkije, Zuid-Korea, Thailand en Latijns-Amerika heeft kunnen versterken. ING heeft voorts verscheidene niet-strategische activiteiten van de hand gedaan (verzekeringen in Mexico) en is blijven investeren in de interne groei. In Nederland werden ING Bank en Postbank samengebracht onder één logo en de dienstverlening en het detaildistributiemodel op de Belgische markt werden geoptimaliseerd. Het métier levensverzekeringen en de retail banking werden verder uitgebouwd in Centraal-Europa en belangrijke overeenkomsten inzake bancaire distributie werden ondertekend met Griekenland en Maleisië. Er werden heel wat investeringen gedaan om de groei van ING Direct verder te ontwikkelen.

• 2008

Dat jaar is moeilijker geweest dan wat was voorspeld in februari, toen ING had aangekondigd haar strategie te willen verfijnen en met nieuwe groeiplannen van start te gaan. Voor ING vertaalde het directe gevolg van de crisis zich in de behoefte om het kapitaal en de ratio's te verhogen. De Nederlandse regering is dan ook voor 10 miljard bijgesprongen. De aanzienlijke marktverslechtering heeft gezorgd voor ontgoochelende financiële resultaten..

Wat de ratings betreft die door de verschillende kredietbeoordelaars werden toegekend, is de rating van ING volgens Moody's van 2002 tot 2005 stabiel

2006, ING a été dégradée d'un cran et en 2008 ING a de nouveau été dégradée à l'instar de toutes les institutions financières. Le *rating* S&P a été moins stable, oscillant entre AA- et A+ de 2002 à 2008, pour terminer à une dégradation A en 2009. En ce qui concerne le *rating* Fitch établi depuis 2007, il n'a cessé de diminuer jusqu'en 2010.

gebleven. In 2006 werd de kredietrating van ING met een stap verlaagd en in 2008 werd ING nogmaals gedowngraded, net als alle financiële instellingen. De S&P-rating is minder stabiel geweest en schommelde van 2002 tot 2008 tussen AA- en A+, waarbij de krediet-score in 2009 werd verlaagd tot A. De rating die Fitch toekent sinds 2007 is blijven dalen tot in 2010.

ING groep	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Moody's	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa2	Aa2	A1	A1	A1
S&P	AA-	A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA-	A	A
Fitch						AA-	A+	A	A

CHAPITRE 2

Évolution du groupe Dexia

1. Évolution chiffrée du groupe Dexia

Au 31 décembre 2005, les actifs consolidés du groupe Dexia atteignaient pratiquement 509 milliards d'euros, ce qui représente une augmentation de 26 % par rapport à l'année précédente. Au cours des trois années suivantes, ce chiffre passera progressivement à 651 milliards d'euros (31 décembre 2008).

Quelques chiffres essentiels afférents à cette période (en millions d'euros):

HOOFDSTUK 2

Evolutie van de Dexia groep

1. Cijfermatige evolutie van de Dexia groep

Op 31 december 2005 bedragen de geconsolideerde activa van de groep Dexia bijna 509 miljard euro, een stijging van 26 % ten opzichte van het vorige jaar. Over de volgende drie jaar zal dit evolueren naar 651 miljard euro (31 december 2008).

Enkele kerncijfers tijdens deze periode (in miljoen euro):

	2005	2006	2007	2008	
Total actif	508 761	566 743	604 564	651 006	Totaal activa
Prêts et créances sur les établissements de crédit	75 053	78 215	54 776	61 864	<i>Leningen en voorschotten aan kredietinstellingen</i>
Prêts et créances sur la clientèle	192 402	226 502	242 619	368 845	<i>Leningen en voorschotten aan cliënten</i>
Actifs financiers à fair value	29 520	32 569	37 565	16 044	<i>Financiële activa aan fair value</i>
Investissements financiers	166 204	190 638	220 290	125 029	<i>Financiële investeringen</i>
Dérivés	28 632	24 032	29 218	55 213	<i>Derivaten</i>
Autres actifs	16 950	14 787	20 096	24 011	<i>Andere activa</i>
Total passif	508 761	566 743	604 564	651 006	Totaal passiva
Dettes contractées à l'égard d'établissements de crédit	134 793	174 754	178 681	213 192	<i>Schulden aan kredietinstellingen</i>
Dettes contractées à l'égard de clients et dépôts de clients	97 379	116 165	126 680	114 728	<i>Schulden aan en deposito's van cliënten</i>
Obligations financières à fair value	18 022	15 208	18 301	18 952	<i>Financiële verplichtingen aan fair value</i>
Dérivés	37 652	30 489	31 365	75 834	<i>Derivaten</i>
Titres de créance	175 685	184 746	204 013	188 120	<i>Schuld papier</i>
Autres passifs	29 530	26 946	29 130	34 562	<i>Andere passiva</i>
Fonds propres	15 700	18 435	16 394	5 618	<i>Eigen Vermogen</i>
Résultat de l'exercice comptable	2 038	2 750	2 533	-3 326	<i>Resultaat boekjaar</i>
Ratio Tier 1	10,3 %	9,8 %	9,1 %	10,6 %	<i>Tier 1 ratio</i>
Return On Equity	20,0 %	23,1 %	17,8 %	-59,2 %	<i>Return On Equity</i>

Les chiffres de 2008 datent naturellement d'après le sauvetage; le démantèlement de des actifs venait à peine de commencer à cette époque. Ce qui frappe, ce sont les augmentations (sur la période 2005 – 2007), du côté de l'actif, des investissements financiers (titres et prêts) et les créances sur la clientèle, financées en grande partie par les dépôts des clients, l'émission d'obligations et surtout l'augmentation des dettes envers les établissements de crédit (marché interbancaire). Cette évolution s'inscrit dans le cadre de la stratégie du groupe de poursuivre la croissance du financement du secteur public et du financement de projets. Il est à observer que la baisse importante des investissements financiers entre 2007 et 2008 était principalement imputable au transfert de 91 milliards d'euros

De cijfers van 2008 dateren uiteraard van na de redding; de afbouw van de activa was toen nog maar pas ingezet. Opvallend zijn de stijgingen (over de periode 2005 – 2007) aan de activa zijde van de financiële investeringen (effecten en leningen) en de leningen aan cliënten, in grote mate gefinancierd door deposito's van cliënten, de uitgifte van schuld papier en vooral door de toename van de schulden aan kredietinstellingen (interbankenmarkt). Dit sluit aan met de strategie van de groep om de groei van financiering aan de publieke sector en voor projectfinanciering verder na te streven. Op te merken valt dat de belangrijke daling van financiële investeringen van 2007 naar 2008 voornamelijk te wijten is aan het overboeken van 91 miljard euro aan activa naar de rubriek leningen en voorschotten aan

d'actifs à la rubrique prêts et créances sur la clientèle à la suite d'une modification des règles comptables. La diminution des fonds propres de 2007 par rapport à 2006 est imputable au rachat de propres actions pour un montant de 500 millions d'euros. Grâce à l'application des normes de Bâle II en matière de fonds propres et au profil de risque du groupe, considéré comme faible, Dexia a pu satisfaire aux exigences réglementaires avec moins de fonds propres. Par ailleurs, les fonds propres comptables ont diminué au cours de l'année par la comptabilisation de modifications de la valeur de marché des actifs financiers disponibles à la vente (réserve "AFS"). Ces modifications ont eu un impact de 3,16 milliards d'euros et sont naturellement la conséquence des premiers développements de la crise des subprimes.

Au cours de l'exercice 2008, Dexia a enregistré une perte de 3 326 millions d'euros. L'impact de la crise financière s'élève par ailleurs à 5 868 millions d'euros de pertes. Sur ce montant, 3 139 millions d'euros sont imputables à FSA, y compris un montant de 1 655 millions d'euros relatif au projet de vente de l'activité d'assurance de FSA et de 810 millions d'euros de réductions de valeur et de pertes sur des contreparties bancaires (dont les principales sont Lehman Brothers, pour 473 millions d'euros, et les banques islandaises, pour 174 millions d'euros). En 2008, 12 milliards d'euros de réductions de valeur sur les actifs disponibles à la vente ont été directement comptabilisés en capitaux propres (réserve "AFS").

2. Stratégie

2.1 Politique d'expansion

Le ton des développements intervenus au cours de la période 2006-2008 est clairement donné dans le rapport de 2005:

"Tout d'abord, la réussite de Dexia découle d'une vision, celle d'un acteur international dans le domaine du Public Finance, qui a su se diversifier au niveau géographique et de sa gamme de produits. Dexia occupe ainsi une position unique dans l'univers du Public Finance, par rapport à ses différents concurrents locaux ou mondiaux. En moins de dix ans, Dexia est parvenu à générer un revenu net sous-jacent d'un milliard d'euros dans le métier des Services financiers au secteur public, les financements de projets et le rehaussement de crédit — résultat acquis pour plus de la moitié hors des marchés belges et français. Le

cliënten ingevolge een wijziging van de boekhoudregels. De daling van het eigen vermogen van 2007 ten opzichte van 2006 is te wijten aan de inkoop van eigen aandelen voor een bedrag van 500 miljoen euro. Dexia kon dank zij de toepassing van de Basel II normen voor het eigen vermogen en gezien het laag ingeschatte risicoprofiel van de groep, aan de reglementaire eisen voldoen met minder eigen vermogen. Daarnaast verminderde het boekhoudkundige eigen vermogen over dat jaar door het boeken van de aanpassingen aan de marktwaarde van de voor verkoop beschikbare financiële activa (AFS reserve). Dit had een effect van 3,16 miljard euro en werd natuurlijk veroorzaakt door de eerste ontwikkelingen van de subprime crisis.

In het boekjaar 2008 boekte Dexia een verlies van 3 326 miljoen euro. De impact van de financiële crisis bedroeg daarbij 5 868 miljoen euro verlies. Hiervan is 3 139 miljoen euro toe te schrijven aan FSA, inclusief een bedrag van 1 655 miljoen euro dat betrekking heeft op de geplande verkoop van de verzekeringsactiviteit van FSA en 810 miljoen euro aan waardeverminderingen en verliezen op bancaire tegenpartijen (waarvan de belangrijkste Lehman Brothers voor 473 miljoen euro en de IJslandse banken voor 174 miljoen euro zijn). In het jaar 2008 werden ook voor 12 miljard euro waardeverminderingen op de voor verkoop beschikbare activa rechtstreeks in eigen vermogen geboekt ("AFS" reserve).

2. Strategie

2.1 Expansiepolitiek

De toon voor de ontwikkelingen in periode 2006-2008 wordt duidelijk gesteld in het jaarverslag van 2005:

"In de eerste plaats vloeit het succes van Dexia duidelijk voort uit een visie, nl. die van een internationale marktspeler op het gebied van Public Finance die zijn geografische spreiding diversifieert en zijn productengamma uitbreidt. Daardoor werd Dexia op het vlak van Public Finance een unieke marktspeler in vergelijking met diverse lokale of internationale marktspelers. Op minder dan tien jaar tijd is Dexia erin geslaagd een miljard euro aan onderliggende netto-opbrengsten te genereren in zijn métier Financiële dienstverlening aan de publieke sector, financiering van projecten en credit enhancement, waarvan meer dan de helft buiten de

résultat net a continué à progresser malgré une concurrence accrue, l'activité a été développée de manière substantielle, et ces actifs constituent une importante source de revenus pour de nombreuses années encore.

Deuxièmement, les fondations des activités bancaires classiques ont été renforcées au niveau commercial et l'activité a gagné en efficacité au cours des dernières années. Dexia occupe aujourd'hui une position de choix parmi les principales banques de Belgique et du Luxembourg.

Troisièmement, une série d'activités spécialisées ont été créées et développées au sein du groupe, qui ont permis à Dexia d'asseoir sa position sur ses deux marchés principaux, mais aussi de générer une taille et des revenus suffisants: la gestion d'actifs est aujourd'hui une activité importante et très rentable, comme les assurances d'ailleurs. L'administration de fonds a été intégrée dans une entité internationale de premier plan, RBC Dexia Investor Services. Enfin, sur les marchés financiers, Dexia est considéré comme une importante contrepartie bénéficiant d'une excellente notation, grâce à l'ampleur et la sophistication de sa gamme de produits, la taille de son bilan et la qualité de son enseigne. En ce qui concerne l'avenir, il est évident que Dexia va étayer sa vision à long terme.¹

La direction a dès lors élaboré, dans le courant de l'année 2006, un plan triennal détaillé pour la période 2006-2009, ainsi que des perspectives sur 10 ans. Dexia comptait alors pouvoir atteindre, de manière autonome, une croissance moyenne de ses résultats d'environ 10 %, et espérait pouvoir également, notamment grâce à l'effet escompté des nouvelles normes de Bâle II, générer des réserves de capitaux en rapport avec ses propres besoins d'autofinancement.

L'ambition de ce plan était d'œuvrer plus que jamais au développement d'un groupe bancaire européen qui serait leader du marché mondial dans le domaine des services financiers au secteur public local et des financements de projets. Le développement projeté reposait sur deux piliers:

- Le développement de ses activités de banque universelle au-delà des marchés traditionnels afin de devenir un acteur européen de premier plan. Grâce à ce pilier stratégique, Dexia entendait non seulement

oorspronkelijke thuismarkten België en Frankrijk. Het nettoresultaat bleef voortdurend toenemen ondanks de scherpere concurrentie; de activiteit groeide uit tot een zeer substantieel niveau en deze activa zullen nog vele jaren kunnen zorgen voor belangrijke opbrengstenstromen.

Ten tweede werden de voorbije jaren de fundamente van de meer klassieke bancaire activiteiten commercieel versterkt en efficiënter uitgebouwd. Dexia is momenteel een van de meest vooraanstaande banken in België en Luxemburg.

Ten derde werden tegelijkertijd binnen de groep een reeks gespecialiseerde activiteiten ontwikkeld en uitgebouwd, die bijgedragen hebben tot de aanwezigheid van Dexia op zijn voornaamste twee markten en die gezorgd hebben voor de nodige omvang en opbrengsten: het vermogensbeheer is uitgegroeid tot een stevig uitgebouwde en rendabele activiteit, en hetzelfde kan worden gezegd van de verzekeringen. Het administratief fondsenbeheer maakt nu deel uit van een toonaangevende internationale instelling met de naam RBC Dexia Investor Services. Ten slotte staat Dexia op de financiële markten bekend als een zeer belangrijke tegenpartij met een excellente rating, dankzij de omvang en het geavanceerde karakter van zijn productengamma, de omvang van zijn balanstotaal en de kwaliteit van zijn merknaam. Als we naar de toekomst kijken, dan ligt het voor de hand dat Dexia een langetermijnvisie dient te ontwikkelen.¹

Het management werkte dan ook in de loop van 2006 een gedetailleerd driejarenplan uit voor de periode 2006-2009, evenals vooruitzichten over 10 jaar. Dexia vertrouwde erop dat het autonoom een gemiddelde jaarlijkse resultaatsgroei van ongeveer 10 % kan neerzetten en daarbij, onder meer dankzij het verwachte effect van de nieuwe Bazel II normen, aanzienlijke kapitaaloverschotten kon genereren in verhouding tot zijn eigen behoeften inzake autofinanciering.

De ambitie van het plan was om meer dan ooit verder te werken aan de ontwikkeling van een Europese bankgroep die wereldwijd marktleider is inzake *Public/Project Finance*. De geplande ontwikkeling was gesteund op twee pijlers:

- De ontwikkeling van zijn universele bankactiviteiten buiten de traditionele markten, om in Europa uit te groeien tot een eersterangsspeler. Dankzij deze strategische pijler wou Dexia niet alleen inspelen op het

¹ Dexia, Rapport annuel 2005, message des présidents.

¹ Dexia, Jaarverslag 2005, woord van de voorzitters.

exploiter le potentiel de croissance propre à cette activité, mais également profiter de certaines opportunités dans le domaine des services financiers au secteur public local et des financements de projets.

- La consolidation et le renforcement continu de sa position de leader mondial dans le domaine des services financiers au secteur public local et des financements de projets, grâce à une nouvelle expansion géographique basée sur une gamme de produits innovants et diversifiés. Dexia s'attendait en effet à ce que les acteurs publics ou privés sur ce marché soient confrontés à l'effet de banalisation des "produits standard", dès lors que, contrairement à Dexia, ils n'avaient pas la capacité de développer les instruments nécessaires pour pouvoir proposer aux clients des solutions spécifiques et complètes à forte valeur ajoutée. L'une des hypothèses de départ était aussi que les institutions publiques se retireraient du financement des pouvoirs locaux, ce qui devait ouvrir de nouvelles perspectives intéressantes pour Dexia.

- Ce même rapport annuel souligne également l'ambition de développer fortement le métier Trésorerie et marchés financiers (TMF), non seulement afin de soutenir les autres métiers du groupe, mais aussi en tant que centre de profit à part entière. Les activités et les projets concernant cette division sont définis comme suit: TMF se charge des produits du marché monétaire à court terme et du financement à long terme du groupe en vue de soutenir son bilan. Les équipes TMF offrent également, grâce à une innovation permanente, une vaste gamme de produits du marché des capitaux (titres à revenus fixes, produits structurés de taux d'intérêt et de dérivés d'actions, change, titrisation) aux clients des métiers commerciaux (pouvoirs locaux, entreprises, clients de banque de détail et de banque privée, investisseurs institutionnels, banques centrales, gestionnaires de fonds, etc.). En outre, TMF exerce également une activité de titrisation, tant sur le marché américain que sur le marché européen. Enfin, TMF gère un portefeuille d'obligations (*Credit Spread Portfolio*), qui contribue au niveau élevé de liquidité du groupe et génère la majeure partie des revenus de ce métier. Le rapport annuel de 2007 confirme cette stratégie et souligne que celle-ci a permis d'engranger des bénéfices substantiels jusque-là.

Le *Business Plan* 2008-2010 était axé sur l'expansion des principales entités du groupe, l'accent étant mis sur la performance opérationnelle. Les objectifs pour cette période comportaient notamment un rendement des fonds propres cible de 16 % minimum et une croissance annuelle moyenne de 10 % du bénéfice par action. Dexia prévoyait également d'étendre ses activités sur

groeipotentieel dat eigen is aan deze activiteit, maar ook bepaalde opportuniteiten benutten op het vlak van *Public/Project Finance*.

- De verankering en permanente versteviging van zijn wereldwijde marktleiderschap inzake *Public/Project Finance*, dankzij een verdere geografische uitbreiding, gebaseerd op een innoverend en uiteenlopend productengamma. Dexia wou inspelen op de verwachting dat de openbare of particuliere actoren op deze markt het hoofd zouden moeten bieden aan het banaliseringeffect van de "standaardproducten", omdat ze, in tegenstelling tot Dexia, niet de instrumenten konden ontwikkelen om de cliënten specifieke en volledige oplossingen met een grote toegevoegde waarde te bieden. Men ging er ook van uit dat overheidsinstellingen zich zouden terugtrekken uit de financiering van lokale overheden wat grote mogelijkheden voor Dexia zou bieden.

- In datzelfde jaarverslag wordt ook het de ambitie uitgedrukt om de activiteit Thesaurie en financiële markten (TFM) sterk te ontwikkelen, niet allen als ondersteuning voor de andere metiers van de groep, maar als een apart profitcenter. De activiteit en plannen met deze divisie worden als volgt omschreven: TFM zorgt voor kortlopende geldmarktproducten en voor de lange termijn *funding* voor de groep ter ondersteuning van haar balans. De TFM-teams zorgen via permanente vernieuwing eveneens voor een aanbod met een brede waaier van kapitaalmarktproducten (*fixed income*, gestructureerde producten gebaseerd op rentevoeten en aandelerivaten, valutahandel, effectisering) ten behoeve van de cliënten van de commerciële metiers (lokale besturen, bedrijven, retail- en private cliënten, institutionele beleggers, centrale banken, fondsenbeheerders enz.). Verder zorgt TFM ook voor een effectiseringsactiviteit, zowel op de Amerikaanse als op de Europese markt. Ten slotte beheert TFM een obligatieportefeuille (*Credit Spread Portfolio*), die bijdraagt tot het hoge liquiditeitsniveau van de groep en het grootste deel van de opbrengsten van dit metier genereert. In het jaarverslag 2007 wordt deze strategie bevestigd en er op gewezen dat deze tot dan aanzienlijke bijdragen tot de winst heeft geleverd.

Het *Business Plan* 2008-2010 was gericht op het verder uitbreiden van de voornaamste activiteitsdomeinen van de groep met een nadruk op operationele efficiëntie. Tot de doelstellingen voor die periode behoorden onder meer een rendabiliteit op het eigen vermogen van minimaal 16 % en een gemiddelde jaargroei van 10 % van de winst per aandeel. Dexia voorzag ook zijn activiteiten

les marchés des capitaux, surtout dans le domaine des nouvelles productions, des opérations structurées et des investissements.

Comme l'ont fait apparaître les auditions, Dexia avait conscience que son financement était en déséquilibre structurel, une partie considérable de son financement reposant sur le marché interbancaire. C'est pour cette raison notamment que le groupe a envisagé des alliances stratégiques et réalisé des reprises, l'objectif étant une extension de la base de dépôts.

Nous observons dès lors qu'au cours de cette période, il a été procédé à la confirmation des décisions stratégiques qui, plus tard, lorsque la crise des *subprimes* a éclaté et que le marché interbancaire s'est asséché, ont précisément été à l'origine de la vulnérabilité de Dexia.

Les effets attendus de la stratégie sur le besoin de financement externe étaient connus et ont d'ailleurs été communiqués au conseil d'administration en 2006. Le plan à dix ans prévoyait que le besoin de financement externe augmenterait de 52 % d'ici 2015, et que le manque de liquidités s'accroîtrait considérablement, de sorte que 45 % du bilan total devraient être financés à l'aide d'instruments à court terme. La pression sur les marges dans les marchés traditionnels rendait en effet nécessaire d'augmenter les volumes pour maintenir la rentabilité. Il a dès lors été reconnu qu'il était vital, dans ce scénario, de conserver une notation de crédit élevée (AA pour le groupe et AAA pour FSA et les entités émettrices de *covered bonds*).

Au cours de cette période, le principal élargissement du groupe fut incontestablement l'acquisition de Denizbank en 2006. Cette banque, qui employait plus de 6 000 personnes fin 2006, était la sixième plus grande banque privée de Turquie. Denizbank disposait d'un réseau de 260 agences et d'une clientèle de 1,9 million de clients de détail et de clients PME. Les avoirs de ses clients s'élevaient à 3,1 milliards d'euros et ses crédits à 2 milliards d'euros. Cette banque avait en outre des filiales en Autriche, à Chypre et en Russie. Cette acquisition s'inscrivait dans le cadre de la stratégie visant à élargir les activités bancaires traditionnelles en dehors des régions principales de Dexia tout en jetant de nouvelles bases en vue de la poursuite de l'élargissement des activités de financement public local (*Public/Project Finance*). Cet achat a été financé à l'aide de l'émission, par Dexia SA, de nouvelles actions pour un montant de 1,2 milliard d'euros et grâce à l'émission d'instruments hybrides Tier 1 pour un montant de 500 millions d'euros. En 2007 et 2008, aucune reprise importante n'a été réalisée. Cependant, en 2007, un portefeuille de crédits

op de kapitaalmarkten uit te breiden, vooral op het vlak van nieuwe productie, gestructureerde verrichtingen en beleggingen.

Zoals ook uit de hoorzittingen gebleken is, was Dexia er zich van bewust dat de *funding* structureel in onevenwicht was doordat een aanzienlijk deel van de financiering op de interbancaire markt moest geschieden. Mede om die reden werden strategische allianties onderzocht en overnames gerealiseerd, met als doel de depositobasis uit te breiden.

We zien dus dat in deze periode de strategische beslissingen werden bevestigd die later, bij het uitbreken van de *subprime* crisis en het stilvallen van de interbancaire markt, precies de kwetsbaarheid van Dexia zouden uitmaken.

De verwachte effecten van de strategie op de nood aan externe financiering waren gekend en werden ook aan de raad van bestuur in 2006 voorgeteld. Tegen 2015 zou volgens het 10-jarenplan de behoefte aan externe financiering met 52 % toenemen en zou de *liquiditeitsgap* enorm groeien waardoor 45 % van het balanstotaal zou dienen gefinancierd te worden door instrumenten op korte termijn. De druk op de marges in de traditionele markten maakten het immers noodzakelijk om de volumes op te drijven om de winstgevendheid op peil te houden. Het feit dat het in dat scenario van levensbelang was om een hoge kredietrating te behouden (AA voor de groep en AAA voor FSA en de entiteiten die *covered bonds* uitgeven) werd dan ook erkend.

De belangrijkste uitbreiding van de groep in deze periode was ongetwijfeld de verwerving van Denizbank in 2006. Deze bank met meer dan 6 000 werknemers op het einde van 2006 was de zesde grootste privébank in Turkije. Denizbank beschikte over een net van 260 kantoren; telde 1,9 miljoen retail- en kmo-klanten met 3,1 miljard euro cliëntentegoeden en 2 miljard euro kredieten. De bank had ook dochters in Oostenrijk, Cyprus en Rusland. Deze acquisitie kaderde in de strategie om uitbreiding te zoeken voor de traditionele bankactiviteiten buiten de kernregio's van Dexia en tegelijk om een nieuwe basis te leggen voor het verder uitbreiden van de *Public/Project Finance* activiteiten. De aankoop werd gefinancierd door de uitgifte door Dexia NV van nieuwe aandelen voor een bedrag van 1,2 miljard euro en een uitgifte van hybride tier 1 instrumenten voor 500 miljoen euro. In 2007 en 2008 werden geen belangrijke overnames gerealiseerd. Wel werd in 2007 een kredietportefeuille in de sociale huisvestingssector voor een bedrag van 3 miljard euro overgenomen. In februari 2008 werd het kapitaal van FSA verhoogd met

dans le secteur du logement social d'un montant de 3 milliards d'euros a bien été repris. En février 2008, le capital de FSA a été majoré de 500 millions USD afin de pouvoir soutenir la croissance du financement des communes américaines et de leur infrastructure publique.

La position du groupe en matière de liquidités a été suivie avec une attention croissante par les différentes instances de l'administration et de la gestion du risque au cours des années 2007 et 2008. C'est ainsi que le comité de direction a approuvé une nouvelle directive du management du risque sur les liquidités en juillet 2007, et que la situation en matière de liquidités a été examinée chaque semaine au comité de direction des août 2007. Au cours du premier semestre 2008, des plans ont été élaborés afin de réduire le levier financier du bilan et de chercher plus de financements à long terme.

Bien qu'elle ait été très attentive aux tensions sur les marchés en matière de liquidités, la direction de Dexia a toujours été convaincue que les actifs que Dexia pouvait mobiliser garantiraient sa liquidité. L'arrêt complet des marchés interbancaires était totalement imprévu. Cela ressort clairement du rapport annuel 2007: *“Les remous financiers de 2007 ont constitué un sérieux test pour le cadre des liquidités de Dexia. Les résultats de ce test ont été très satisfaisants. En fin de compte, Dexia a surmonté la crise sans aucun dommage grâce à une approche conservatrice de sa gestion en matière de liquidités. De plus, le groupe a pu tirer profit de cette crise, grâce à sa bonne position en matière de liquidités, en renforçant sa position commerciale et ses revenus.”*

2.2 Tentatives de modification de la structure juridique

La structure juridique du groupe Dexia, qui était essentiellement le résultat d'évolutions historiques, ne coïncidait plus parfaitement avec la gouvernance et l'organisation du management du groupe. En 2008, sous le précédent management, un certain nombre de propositions de réagencement des structures ont été formulées. Le conseil d'administration y a également consacré plusieurs discussions. Ces propositions n'ont toutefois pas été mises en œuvre. Comme l'ont également confirmé les auditions, cela peut être une des raisons pour lesquelles les informations relatives aux développements négatifs de la filiale américaine FSA n'ont pas toujours été transmises en temps utile. L'un des objectifs principaux des modifications proposées consistait à conférer à la holding, Dexia SA, le statut de banque. Plusieurs scénarios ont été élaborés à cette fin mais, bien que la direction et le conseil d'administration

500 miljoen USD om de groei van de financiering van de Amerikaanse gemeenten en publieke infrastructuur te kunnen ondersteunen.

De liquiditeitspositie van de groep kreeg in de loop van 2007/2008 op de verschillende geleidingen van de directie en het risicomanagement meer en meer aandacht. Zo werd in juli 2007 een nieuwe richtlijn van het risk management betreffende de liquiditeit door het directiecomité goedgekeurd en werd vanaf augustus 2007 een wekelijkse stand van zaken van de liquiditeit in het directiecomité besproken. Gedurende het eerste semester van 2008 werden plannen ontwikkeld om de *leverage* te verlagen en meer *funding* op lange termijn te zoeken.

Hoewel er duidelijk aandacht besteed werd aan de liquiditeitsspanningen die zich op de markten voordeden was de Dexia leiding er steeds van overtuigd dat de activa die Dexia kon mobiliseren, haar liquiditeit zouden veilig stellen. Het volledig stilvallen van de interbancaire markten was een totaal onvoorziene situatie. Het jaarverslag 2007 kan dit illustreren: *“De financiële beroering tijdens 2007 was een ernstige test voor de degelijkheid van het liquiditeitskader van Dexia. De resultaten van deze test waren erg bevredigend. Tot slot werd de crisis zonder kleerscheuren doorgekomen dankzij de behoudende benadering van Dexia van het liquiditeitsbeheer. Bovendien kon de groep dankzij de sterke liquiditeitspositie voordeel halen uit de crisis door het versterken van zijn commerciële positie en door de hogere opbrengsten.”*

2.2 Pogingen tot wijziging van de juridische structuur

De juridische structuur van de Dexia groep, die voornamelijk het resultaat was van historische ontwikkelingen, sloot niet meer volledig aan met de governance en managementorganisatie van de groep. In de loop van 2008 werden onder het vorige management dan ook een aantal voorstellen tot herschikking van de structuur gedaan. In de raad van bestuur werden hier ook verschillende besprekingen aan gewijd. Deze voorstellen werden echter niet tot uitvoering gebracht. Zoals ook tijdens de hoorzittingen werd bevestigd kan dit mee verklaren dat er niet altijd een tijdige doorstroming was van informatie met betrekking tot de negatieve ontwikkelingen bij de Amerikaanse dochter FSA. Eén van de hoofddoelstellingen van deze voorgestelde wijzigingen was om aan de holding, Dexia NV het bankstatuut toe te kennen. Verschillende scenario's werden hiervoor uitgewerkt maar hoewel de leiding en het bestuur het eens leken over de voordelen daarvan, in het bijzonder

fussent d'accord sur les avantages que présentait cette solution, en particulier une gestion mieux intégrée des risques et une efficacité opérationnelle accrue, aucun accord n'a pu être trouvé. Un projet de conversion de la banque belge en une succursale de la banque française a été rejeté par les administrateurs et l'autorité de contrôle belges. Une proposition de fusion de la holding avec la banque belge, dans le cadre de laquelle la branche belge semblait donc avoir le dessus sur la branche française n'a, elle, guère pu bénéficier du soutien de la France. On ne peut reprocher au management de l'époque de ne pas avoir essayé d'adapter la structure, mais il n'est pas parvenu à mettre au point une formule qui réponde aux exigences et qui soit suffisamment équilibrée pour être acceptable aux yeux de tous.

3. Gouvernance

3.1 Organisation et direction du groupe

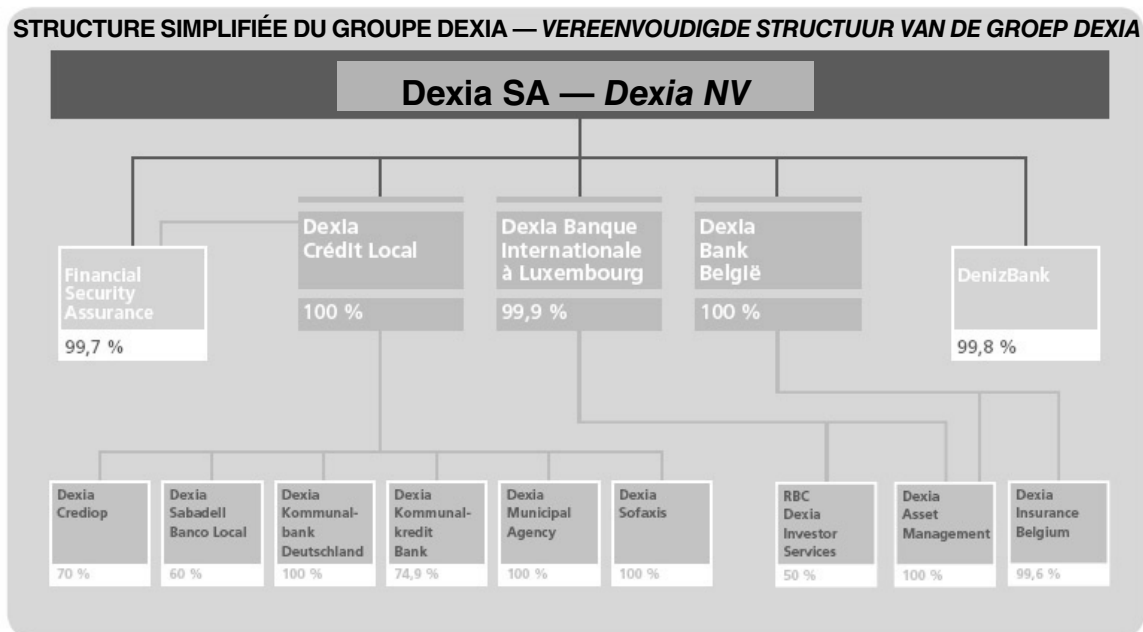
La structure de Dexia reflète l'origine historique du groupe. Schématiquement, la situation (fin 2007) peut être présentée comme suit:

een beter geïntegreerd beheer van de risico's en een grotere operationele efficiëntie, kon geen akkoord bereikt worden. Een plan waarbij de Belgische bank zou omgevormd worden tot een bijkantoor van de Franse bank werd verworpen door de Belgische bestuurders en toezichthouder. Een voorstel om de holding met de Belgische bank te fuseren en waarbij de Franse tak dus onder de Belgische leek te komen, kon dan weer op weinig steun vanuit Frankrijk rekenen. Men kan het toenmalige management niet verwijten dat er geen pogingen werden ondernomen om de structuur aan te passen maar zij zijn er niet in geslaagd een formule te ontwikkelen die aan de vereisten voldeed en die voldoende evenwichtig was om voor iedereen aanvaardbaar te zijn.

3. Governance

3.1 Organisatie en leiding van de groep

De structuur van Dexia reflecteert de historische herkomst van de groep. Schematisch kan de situatie (einde 2007) als volgt worden voorgesteld:



Les pourcentages renvoient aux participations directes et indirectes.
De percentages verwijzen naar rechtstreekse en onrechtstreekse participaties.

La holding financière cotée en Bourse détient les participations dans les trois entités principales en France (Dexia Crédit Local), en Belgique (Dexia Banque Belgique) et au Luxembourg (Dexia Banque Internationale), ainsi que dans la Denizbank récemment acquise en Turquie (2006). La société américaine *Financial Security Assurance* (FSA) est détenue au travers de Dexia Crédit Local et le rapportage a des fins internes et externes a également eu lieu au travers de cette filiale française

Au moment de l'unification en 1999, Dexia avait développé une organisation dirigée par un comité de direction, présidé par l'administrateur délégué et composé au total de sept membres, dont trois étaient responsables d'un métier tout en étant à la tête d'une entité opérationnelle. Ayant subsisté jusqu'à la fin 2005, cette organisation a été adaptée lors de l'entrée en fonctions du nouvel administrateur délégué, le 1^{er} janvier 2006. L'objectif de l'opération était de promouvoir l'intégration du groupe. Dès ce moment, la direction opérationnelle du groupe a été organisée comme suit. Le comité de direction du groupe se composait de cinq membres, A. Miller étant l'administrateur délégué et J. Guerber, le vice-président. Les autres membres étaient D. Bruneel, R. von Lowis et X. de Walque. Quatre des cinq membres du comité de direction du groupe participaient aux comités de direction des grandes entités du groupe, constituant ainsi avec le chef de l'entité le comité de direction de celle-ci. Un comité exécutif devait par ailleurs assurer la direction centrale du groupe. Il était composé des membres du comité de direction et de sept directeurs généraux responsables des métiers et des principales fonctions transversales: *Public Finances* (B. Deletré), *Services financiers aux particuliers*; *Trésorerie et marchés financiers* (A. Delouis); *Finance*; *Risk Management* (C. Piret); *Operations et technologie* (M. Huybrechts) et *Ressources humaines, Communication & Culture* (B. Guidoni-Tarissi). Les organes de direction des trois principales entités opérationnelles du groupe (le directeur de Dexia Crédit Local et les comités de direction de Dexia Banque et de Dexia BIL) étaient composés de cinq membres: A. Miller et J. Guerber, deux autres membres du comité de direction du groupe et le président de l'organe de direction de l'entité opérationnelle concernée: G. Bayol pour Dexia Crédit Local, S. Decraene pour Dexia Banque et M. Hoffmann pour Dexia BIL.

Le 1^{er} janvier 2007, la structure du comité de direction a une nouvelle fois été modifiée par l'arrivée d'un certain nombre de membres du comité exécutif (B. Deletré, H. Lasat, A. Delouis, C. Piret et M. Huybrechts). À partir

De beursgenoteerde financiële holding houdt de participaties aan in de drie belangrijkste entiteiten in Frankrijk (Dexia Crédit Local), België (Dexia Bank België) en Luxemburg (Dexia Banque Internationale) en in de recent verworven (2006) Denizbank in Turkije. De Amerikaanse *Financial Security Assurance* (FSA) wordt aangehouden via Dexia Crédit Local en de rapportering voor interne en externe doeleinden verliep ook via deze Franse dochter.

Op het ogenblik van de eenmaking in 1999 had Dexia een organisatie uitgewerkt die werd gestuurd door een directiecomité, dat werd voorgezeten door de gedelegeerd bestuurder en bestond uit in totaal zeven leden, waarvan er drie verantwoordelijk waren voor een métier en tegelijkertijd aan het hoofd stonden van een operationele entiteit. Deze organisatie bleef bestaan tot einde 2005 en werd herschikt op het ogenblik dat de nieuwe gedelegeerd bestuurder op 1 januari 2006 zijn functie opnam. Deze reorganisatie had tot doel de integratie van de groep te bevorderen. De operationele leiding van de groep werd vanaf dan als volgt georganiseerd. Het directiecomité van de groep bestond uit vijf leden met A. Miller als gedelegeerd bestuurder en J. Guerber als vicecoördinator. D. Bruneel, R. von Lowis en X. de Walque waren de andere leden. Vier van de vijf leden van het groepsdirectiecomité namen deel aan de directiecomités van de grote entiteiten van de groep, waardoor ze samen met het hoofd van de entiteit het directiecomité ervan vormden. Daarnaast moest een uitvoerend comité zorgen voor de centrale sturing van de groep, Het was samengesteld uit de leden van het directiecomité en zeven directeurs-generaal die verantwoordelijk waren voor de métiers en de belangrijkste transversale functies: *Public Finance* (B. Deletré); Financiële diensten aan particulieren; *Thesaurie en financiële markten* (A. Delouis); *Finance*; *Risk Management* (C. Piret); *Operations* en technologie (M. Huybrechts) en *Human Resources, Communicatie & Cultuur* (B. Guidoni-Tarissi). De leidinggevende organen van de drie voornaamste operationele entiteiten van de groep (het directorium van Dexia Crédit Local en de directiecomités van Dexia Bank en van Dexia BIL) bestonden uit vijf leden: A. Miller en J. Guerber, twee andere leden van het directiecomité van de groep en de voorzitter van het leidinggevend orgaan van de betrokken operationele entiteit: G. Bayol voor Dexia Crédit Local, S. Decraene voor Dexia Bank en M. Hoffmann voor Dexia BIL.

Op 1 januari 2007 werd de structuur van het directiecomité nogmaals gewijzigd door de opname van een aantal leden van het uitvoerend comité (B. Deletré, H. Lasat, A. Delouis, C. Piret en M. Huybrechts). Vanaf

de cette date, le comité de direction groupe s'est donc composé de 10 membres chargés des responsabilités suivantes:

- Président: A. Miller.
- Vice-président: coordination générale, Comité ALM; Comité de crédit, développement durable: J. Guerber.
- *Chief Financial Officer* et coordination *Dexia Insurance Services*: X. de Walque.
- Stratégie & Développement, relations Investisseurs et relations avec les agences de notation: R. von Lowis.
- Coordination DenizBank, RBC *Dexia Investor Services*, Dexia Bank Nederland: D. Bruneel.
- Services financiers au secteur public, financement de projets et rehaussement de crédit: B. Delétré.
- Services financiers aux particuliers (banque de détail et banque privée) et gestion financière: H. Lasat.
- Trésorerie et marchés financiers: A. Delouis.
- *Chief Risk Officer*: C. Piret.
- *Operations* & IT: M. Huybrechts.

Le président assure également la surveillance des départements suivants: secrétariat général, juridique & fiscal, ressources humaines, communication, audit interne et Compliance.

3.2 Le conseil d'administration

Le groupe Dexia était dirigé par un conseil d'administration étendu (18 membres dont 8 administrateurs indépendants au 31 décembre 2006 et 19 membres dont 7 administrateurs indépendants fin 2007). Les statuts imposent un nombre égal d'administrateurs belges et français.

Les procès-verbaux du conseil étaient peu détaillés à cette époque. Il est apparu par la suite que toutes les informations importantes relatives aux risques liés à la stratégie de croissance n'avaient pas non plus été communiquées au conseil. Ainsi, le *Risk Management* avait, dès 2006, mis le comité exécutif en garde contre les risques liés à l'extension du portefeuille d'obligations. En mai 2007, il avait également attiré l'attention sur le risque de liquidité. Or, ces notes ou signaux n'ont jamais

die datum bestond het groepsdirectiecomité dus uit 10 leden met volgende verantwoordelijkheden:

- Voorzitter: A. Miller.
- Vicevoorzitter: algemene coördinatie, ALM-comité, kredietcomité, duurzame ontwikkeling: J. Guerber.
- *Chief Financial Officer* en coördinatie *Dexia Insurance Services*: X. de Walque.
- Strategie en ontwikkeling, investor relations en relaties met ratingagentschappen: R. von Lowis.
- Coördinatie Denizbank, RBC *Dexia Investor Services* en Dexia Bank Nederland: D. Bruneel.
- Financiële dienstverlening aan de publieke sector, financiering van projecten en *credit enhancement*: B. Deletré.
- Financiële dienstverlening aan particulieren (*retail-bank* en *private banking*) en Financieel beheer: H. Lasat.
- Thesaurie en financiële markten: A. Delouis.
- *Chief Risk Officer*: C. Piret.
- *Operations* & IT: M. Huybrechts.

De voorzitter houdt ook toezicht op de afdelingen secretariaat-generaal, tax & Legal management, human resources, communicatie, interne audit en compliance.

3.2 De raad van bestuur

Dexia werd op groepsniveau geleid door een uitgebreide raad van bestuur (18 leden, van wie 8 onafhankelijke bestuurders op 31 december 2006 en 19 leden waarvan 7 onafhankelijke bestuurders op het einde van 2007). De statuten voorzien dat er evenveel bestuurders van Belgische en van Franse nationaliteit dienen te zijn.

De notulen van de raad in die periode waren weinig gedetailleerd en naar later gebleken is ontving de raad ook niet alle belangrijke informatie over de risico's van de groeistrategie. Zo waren er al in 2006 belangrijke signalen van het *Risk Management* aan het uitvoerend comité van de risico's verbonden aan de uitbreiding van de obligatieportefeuille en in mei 2007 had *Risk Management* gewezen op het liquiditeitsrisico. Deze nota's of signalen zijn echter niet bij de raad van bestuur

été transmis au conseil d'administration. Peut-être cette mauvaise communication d'informations au conseil s'explique-t-elle également par le fait que le membre de la direction responsable de la gestion des risques ne siégeait pas au conseil. Contrairement à ce qui se passe habituellement dans les banques, les membres du comité de direction ne sont pas automatiquement membres du conseil d'administration. En effet, Dexia SA est un holding financier et non une banque.

3.3 Les comités du conseil

Il existait au sein du conseil d'administration quatre comités spécialisés:

- Le comité stratégique: 5 membres au 31 décembre 2006 (6 au 31 décembre 2007), dont le président du conseil d'administration et l'administrateur délégué.
- Le comité d'audit: 3 membres, dont 2 administrateurs indépendants.
- Le comité des rémunérations: 4 administrateurs non exécutifs.
- Le comité des nominations: 5 membres au 31 décembre 2006 (6 au 31 décembre 2007), dont le président du conseil d'administration, l'administrateur délégué et les administrateurs non exécutifs.

Le comité stratégique ne s'est réuni qu'une seule fois en 2006, concernant l'acquisition de Denizbank. En 2007, le comité ne s'est pas du tout réuni et en 2008, (la période précédant le sauvetage du groupe), il n'y a également eu qu'une seule réunion. Celle-ci portait sur un éventuel dossier d'acquisition (d'ampleur limitée) dans la division *Asset Management*.

Le comité d'audit s'est réuni quatre fois en 2006 et cinq fois en 2007. Dans la partie de 2008 jusqu'au sauvetage, il s'est réuni sept fois. Lors d'une réunion d'août 2007, les risques ayant un impact potentiel sur les résultats du troisième trimestre sont examinés à la lumière de la crise américaine des *subprimes*, du portefeuille de credit spread et des activités de marché. Des analyses montrent cependant que ces développements ne généreront pas de pertes pour Dexia. Un membre du comité d'audit exprime sa crainte d'une crise de liquidité mais est rassuré par un membre de la direction qui indique que "Dexia ne doit pas s'attendre à des problèmes de liquidité; ni à court terme, ni à long terme". On s'attend en revanche à ce que la crise sur les marchés financiers ait un impact (très limité) sur la réserve AFS de Dexia. Lors de la réunion de novembre 2007, le président souligne le fait que les informations que reçoit le

gebracht. Mogelijk kan dit gebrek aan informatiedoorstroming naar de raad ook verklaard worden door het feit dat het verantwoordelijke directielid voor risicomanagement niet in de raad zetelde. In tegenstelling tot wat bij een bank gebruikelijk is, zijn de leden van het directiecomité niet automatisch lid van de raad van bestuur. Dexia NV is immers een financiële holding en geen bank.

3.3 De comités van de raad

Binnen de raad van bestuur waren er vier gespecialiseerde comités:

- Strategisch comité: 5 leden op 31 december 2006 (6 op 31 december 2007), waaronder de voorzitter van de raad van bestuur en de gedelegeerd bestuurder.
- Auditcomité: 3 leden, waaronder 2 onafhankelijke bestuurders.
- Bezoldigingscomité: 4 niet-uitvoerende bestuurders.
- Benoemingscomité: 5 leden op 31 december 2006 (6 op 31 december 2007) waaronder de voorzitter van de raad van bestuur, de gedelegeerd bestuurder en niet-uitvoerende bestuurders.

Het strategisch comité vergaderde slechts één keer in 2006, in verband met de acquisitie van Denizbank. In 2007 vergaderde het comité in het geheel niet en in het jaar 2008 (in de periode voor de redding van de groep) was er ook maar één vergadering. Die betrof een mogelijk overnamedossier in de *Asset Management* divisie (van beperkte omvang).

Het auditcomité vergaderde 4 keer in 2006 en 5 maal in 2007. In het deel van 2008 tot aan de redding, werd 7 maal vergaderd. In een vergadering van augustus 2007 worden de risico's met een potentieel impact op de resultaten van het derde trimester besproken in het licht van de Amerikaanse *subprime* crisis, de *Credit Spread Portefeuille* en de marktactiviteiten. Analyses tonen echter aan dat deze ontwikkelingen niet tot verliezen voor Dexia zullen leiden. Een lid van het auditcomité vreest dat er zich een liquiditeitscrisis zou kunnen voordoen maar wordt gerustgesteld door een lid van het management dat "Dexia geen liquiditeitsprobleem moet verwachten; noch op korte, noch op lange termijn". Er wordt wel verwacht dat de crisis op de financiële markten een (zeer beperkte) impact zal hebben op de AFS reserve van Dexia. In de vergadering van november 2007 wijst de voorzitter op het feit dat de informatie

comité à propos de FSA sont beaucoup moins détaillées que concernant le reste du groupe. Le comité décide dès lors de demander à l'avenir les procès-verbaux du comité d'audit de FSA. Au cours des réunions du début de 2008, le cas de FSA est régulièrement abordé et le comité exprime son mécontentement sur le fait qu'il a été informé tardivement de la dégradation de la situation. En dépit des problèmes, on ne s'attend pas à ce que la notation de FSA soit menacée. En juillet et en août 2008, plusieurs réunions sont consacrées à la dégradation de plus en plus rapide de la situation de FSA et le comité exprime une nouvelle fois son mécontentement concernant les mauvaises surprises qui ne cessent de surgir dans ce dossier.

Les comités de rémunération et de nomination se sont réunis chacun deux fois en 2006 et 2007 dans le cadre de leurs compétences spécifiques.

3.4 Les principales filiales

Ce point détaille l'évolution des bilans consolidés des principales filiales, DCL et DBB.

Dexia Crédit Local

	2005	2006	2007	2008	
Total des actifs	271 800	303 869	345 424	414 260	Totaal activa
Dont actifs					Waarvan Activa
Prêts et créances sur la clientèle	113 889	129 131	146 568	248 916	Leningen en voorschotten aan cliënten
Actifs financiers disponibles à la vente	100 066	114 360	130 761	60 674	Financiële activa beschikbaar voor verkoop
Prêts et créances sur établissements de crédit	20 745	20 212	20 832	35 892	Leningen en voorschotten aan kredietinstellingen
Dont passifs					Waarvan Passiva
Dépôts et dettes envers la clientèle	3 349	3 388	7 630	64 222	Centrale bank
Dettes envers les établissements de crédit	60 370	80 796	99 247	91 210	Schulden aan kredietinstellingen
Dettes représentées par un titre	149 302	157 445	176 010	172 853	Schuldpapier

Montants en millions d'euros

Jusqu'à 2007, les prêts à la clientèle et le portefeuille d'actifs disponibles à la vente ont progressé. Leur financement provenait du marché interbancaire et de l'émission de titres de la créance. Une grande partie des mouvements de 2007 à 2008 entre, d'une part, les prêts et avances aux clients et, d'autre part, les actifs financiers disponibles à la vente, est due aux opérations de transfert entre ces rubriques (voir aussi "Dexia consolidé", ci-avant).

FSA est une filiale que le groupe a reprise en 2001 et qui est incluse dans ces chiffres consolidés. FSA était

die het comité krijgt over FSA veel minder uitgebreid is dan over de rest van de groep. Het comité beslist dan ook om in de toekomst de notulen van het auditcomité van FSA op te vragen. Tijdens de vergaderingen in het begin van 2008 komt FSA regelmatig aan bod en uit het comité zijn ongenoegen over het laatsttijdig op de hoogte gebracht te worden van de verslechterende situatie. Niettegenstaande de problemen wordt niet verwacht dat de rating van FSA bedreigd is. In juli en augustus 2008 worden verschillende vergaderingen gewijd aan de steeds snellere negatieve evolutie van FSA en uit het comité nogmaals zijn ongenoegen over slechte verassingen die steeds opnieuw opduiken in dit verband.

De bezoldigings- en benoemingscomités vergaderden elk 2 maal in 2006 en 2007 in het kader van hun specifieke bevoegdheden.

3.4 De belangrijkste filialen

Hierna wordt voor de belangrijkste filialen, DCL en DBB, de evolutie van de geconsolideerde balansen weergegeven.

Dexia Crédit Local

Bedragen in miljoen euro

Tot 2007 groeien de leningen aan cliënten en de portefeuille activa beschikbaar voor verkoop. De financiering daarvoor wordt gevonden op de interbancaire markt en door de uitgifte van schuldpapier. Een groot deel van de bewegingen van 2007 naar 2008 tussen leningen en voorschotten aan cliënten enerzijds en financiële activa beschikbaar voor verkoop anderzijds is te wijten aan overboekingen tussen die rubrieken (zie ook Dexia geconsolideerd hiervoor).

FSA is een dochteronderneming die de groep in 2001 heeft overgenomen en is opgenomen in deze

l'une des entités les plus importantes du groupe jusqu'à la fin des années 2007. FSA a elle seule contribué en 2006 et 2007 aux revenus du groupe Dexia à hauteur de 7 à 8 %. Dans les mêmes temps, elle contribuait à hauteur de respectivement 10 % et 12 % au résultat net du groupe. Standard & Poor's remarque d'ailleurs dans une de ses analyses en début d'année 2008 que le groupe était très exposé au risque de difficultés financières de sa filiale. Entre le 31/12/2007 et le 31/03/2008, les estimations de pertes potentielles sur les HELOCs (*home equity line of credit*) et les Alt-A (c'est-à-dire juste en-dessous de la meilleure qualité, elle-même appelée prime) ont été modifiées. Les explications liées à cette modification telles que fournies par le comité de direction étaient les suivantes:

— le contexte lié au secteur immobilier américain: les emprunteurs, ayant vu la valeur de leurs propriétés se réduire de manière très importante, ont préféré quitter leurs logements plutôt que de poursuivre le paiement de leurs mensualités;

— interdiction des originateurs aux emprunteurs des HELOCs de tirer sur les encours disponibles: Les biens censés garantir les lignes de crédit avaient subi une importante perte de valeur et ne pouvaient pas couvrir les montants préalablement tirés;

— non-conformité avec les critères d'octroi: Les prêts mis en collatéral dans les transactions HELOC et Alt-A se sont avérés ne pas être en conformité avec les critères d'octroi définis par FSA après analyse des dossiers de défaut.

Au sein du conseil d'administration de DCL, les prestations de la filiale américaine FSA ont été régulièrement évoquées lors des discussions. C'est ainsi qu'en novembre 2006, il est largement prêté attention à l'accroissement de la concurrence dans le domaine de l'activité *Asset Backed Securities* (ABS), qui entraîne une réduction des marges et qui fait que la concurrence a tendance à concerner des transactions plus risquées assorties d'échéances plus longues. FSA voudrait rester présente sur le marché sans toutefois recourir à des produits plus risqués. Lors d'un conseil d'administration de février 2007, à la suite de questions concernant l'appétence pour le risque de FSA, le membre de la direction responsable a répondu que FSA n'est pas impliquée dans la crise des *subprimes* évoquée dans la presse à l'époque. Lors du conseil d'administration d'août 2007 également, il est souligné que même dans des scénarios pessimistes, les conséquences de la crise des *subprimes* pour FSA seront limitées en raison de la stratégie visant à réduire les activités et à limiter le risque. En novembre de cette année, il a été fait référence à des réactions négatives sur le marché concernant FSA à la

geconsolideerde cijfers. FSA was tot eind 2007 één van de belangrijkste entiteiten van de groep. FSA heeft in 2006 en 2007 in haar eentje 7 à 8 % van de inkomsten van de Dexia groep gegenereerd. Tegelijk droeg ze in die jaren respectievelijk 10 % en 12 % bij tot het nettoresultaat van de groep. Standard & Poor's merkt in een van zijn analyses van begin 2008 trouwens op dat de groep heel sterk blootgesteld was aan het risico op financiële problemen van haar dochteronderneming. Tussen 31 december 2007 en 31 maart 2008 werden de ramingen van mogelijke verliezen op HELOCs (*home equity line of credit*) en de Alt-A (dit is iets lager dan de beste kwaliteit, die prime genoemd wordt) gewijzigd. Het directiecomité legde deze wijzigingen uit als volgt:

— de context van de Amerikaanse immobiliënsector: door de drastische waardeverminderingen verkozen kredietnemers hun huis te verlaten in plaats van het te blijven afbetalen;

— verbod aan de kredietnemers van HELOCs om beschikbare uitstaande bedragen te gebruiken. De goederen die werden geacht als borg te dienen voor de kredietlijnen, waren zo sterk in waarde verminderd dat ze de bedragen niet meer konden dekken;

— gebrek aan overeenstemming met de toekenningscriteria: de als onderpand in de HELOC- en de Alt-A-transacties gebrachte leningen bleken niet in overeenstemming te zijn met de toekenningscriteria die FSA had vastgesteld na analyse van de dossiers.

In de raad van bestuur van DCL werd bij de besprekingen regelmatig verwezen naar de prestaties van de Amerikaanse dochter. Zo werd er in november 2006 uitgebreid aandacht geschonken aan de sterkere concurrentie op het gebied van de activiteit *Asset Backed Securities* (ABS) waardoor de marges dalen en de concurrentie naar meer risicovolle transacties neigt met langere looptijden. FSA zou in de markt aanwezig willen blijven zonder evenwel meer risicovolle producten op te nemen. In een raad van bestuur van februari 2007 werd, naar aanleiding van vragen over de risicobereidheid van FSA, door het verantwoordelijke directielid geantwoord dat FSA niet betrokken is in de *subprime* crisis waarover de pers toen bericht deed. Ook bij een raad van bestuur van augustus 2007 werd benadrukt dat zelfs bij pessimistische scenario's de gevolgen van de *subprime* crisis voor FSA beperkt zullen zijn als gevolg van de strategie om de activiteiten te verminderen en het risico te beperken. In november van dat jaar werd gerefereerd naar negatieve reacties in de markt betreffende FSA als gevolg van de waardering aan marktwaarde van effecten. Bij de bespreking van de resultaten

suite de la valorisation des titres à la valeur du marché. Lors de la discussion des résultats de 2007 de la filiale en février 2008, il a été fait état de plus de 440 millions USD de moins-values sur les *Credit Default Swaps* (CDS) et du fait que d'autres réductions de valeur ne sont pas exclues. Il a été toutefois fait observer qu'il ne s'agit que d'un problème de valorisation et qu'il n'en résultera pas de pertes réelles. Il n'y en aurait que pour certains actifs dans les HELOCs et les portefeuilles *Financial Products*. En mai 2008, il était toutefois clair que des pertes considérables ont été subies et certains membres se posent des questions sur la stratégie relative à ces produits. En juin, le conseil d'administration a prêté attention à l'abaissement imminent de la note de FSA et à la poursuite de la dégradation des résultats financiers.

FSA, qui était fortement exposée aux produits structurés et qui avait un portefeuille de rehaussement de crédit de grande ampleur (*credit enhancement*) était l'une des causes principales du déclin du groupe en 2008.

L'analyse de cette période effectuée par l'ancienne commission spéciale, qui a été confirmée par les nombreux témoignages recueillis au cours des auditions de cette commission, a fait apparaître de très graves manquements dans la surveillance du groupe et le contrôle exercé sur FSA. La filiale disposait de beaucoup trop d'autonomie et les plus hautes instances de direction du groupe sont bien trop longtemps restées dans l'ignorance des problèmes. Nous pouvons du reste également constater que cette rupture de l'information s'est produite à différents niveaux: entre FSA et DCL, de même qu'entre DCL et Dexia SA. C'est dans ce cadre qu'en référence à cette période, il est souvent fait état d'un modèle de direction basé sur des "baronnies".

over 2007 van het filiaal in februari 2008 werd gewag gemaakt van meer dan 440 miljoen USD minwaarden op *Credit Default Swaps* (CDS) en dat ook nog verdere waarverminderingen niet uitgesloten zijn. Er werd echter op gewezen dat dit slechts een waarderingsprobleem is en dat er geen echte verliezen zullen uit volgen. Die zouden er enkel zijn voor bepaalde activa in de HELOCs en *Financial Products* portefeuilles. In mei 2008 werd echter duidelijk dat er aanzienlijke verliezen geleden worden en sommige leden stellen zich vragen over de strategie in verband met deze producten. In juni werd dan in de raad van bestuur aandacht besteed aan de dreigende ratingverlaging van FSA en de verdere verslechtering van de financiële resultaten.

FSA met haar grote blootstelling aan gestructureerde producten en de enorme omvang van de portefeuille kredietverbetering (*credit enhancement*) was één van de hoofdredenen voor de ondergang van de groep in 2008.

Bij de analyse van die periode door de vorige Bijzondere commissie en zoals bevestigd door de vele getuigenissen tijdens de hoorzittingen van deze commissie is gebleken dat er zeer zware tekortkomingen waren in het groepstoezicht en de controle over FSA. De dochter beschikte over een veel te grote autonomie en de problemen bleven veel te lang onbekend bij de hoogste beleidsorganen van de groep. We kunnen trouwens ook vaststellen dat deze informatiebreuk zich op verschillende niveaus voordeed: tussen FSA en DCL en eveneens tussen DCL en Dexia NV. Het is in dat kader dat dikwijls gesproken wordt van een bestuursmodel gebaseerd op "baronieën" wanneer naar deze periode gerefereerd wordt.

Dexia Banque Belgique

	2005	2006	2007	2008	
Total de l'actif	229 710	254 424	264 698	263 093	Totaal activa
Dont actif					Waarvan Activa
Prêts et créances sur la clientèle	67 394	83 545	80 206	103 530	Leningen en voorschotten aan cliënten
Actifs financiers disponibles à la vente	62 163	69 773	80 673	53 614	Financiële activa beschikbaar voor verkoop
Prêts et créances sur établissements de crédit	70 189	80 693	79 270	65 793	Leningen en voorschotten aan kredietinstellingen
Dont passif					Waarvan Passiva
Dépôts et dettes envers la clientèle	56 336	66 536	76 079	69 815	Deposito's van en schulden aan cliënten
Dettes envers les établissements de crédit	99 037	119 470	113 092	17 349	Schulden aan kredietinstellingen
Dettes représentées par un titre	17 904	21 991	26 820	172 853	Schuldpapier

Dexia Bank België

Montants en millions d'euros

Bedragen in miljoen euro

De 2005 à 2007, on observe une croissance continue des prêts à la clientèle et une croissance encore un peu plus forte du portefeuille de titres. Ceux-ci sont principalement financés par la croissance du volume des dépôts et des opérations sur le marché interbancaire. L'évolution du financement octroyé par DBB au reste du groupe est traitée ailleurs dans ce rapport.

3.5 Actionnariat

Durant la période 2005-2008 (avant l'accroissement de capital en vue du sauvetage), les rapports de force entre les actionnaires de référence restent assez stables:

Actionnaire	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	Aandeehouder
Groupe Arco	16,6 %	17,5 %	17,7 %	<i>Groep Arco</i>
Holding Communal	16,2 %	16,4 %	16,2 %	<i>Gemeentelijke Holding</i>
Caisse de Dépôts et Consignations	8,89 %	11,8 %	11,7 %	<i>Caisse de Dépôts et Consignations</i>
Groupe Ethias	6,81 %	6,4 %	6,3 %	<i>Groep Ethias</i>
CNP Assurances	1,86 %	2,0 %	2,0 %	<i>CNP Assurances</i>

En 2007, ces actionnaires de référence ont signé une convention d'actionnaires, ce qui est une conséquence de l'article 74 de la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition. Cette loi prévoit que les personnes qui, au 1^{er} septembre 2007, détiennent, soit seules, soit de concert, plus de 30 % des titres avec droit de vote d'une société belge cotée en bourse, ne sont pas soumises à l'obligation de lancer une offre publique portant sur des titres de cette société, à condition, notamment, d'en avoir informé la CBFA au plus tard le 21 février 2008 et d'avoir adressé un communiqué à cette société.

4. Contrôle externe et réglementation

4.1 Réglementation

Dans la mesure où Dexia SA est un holding financier et pas une banque, des accords particuliers ont été conclus pour le contrôle sur une base consolidée de Dexia SA. En 2001, la CBFA et Dexia ont conclu un protocole² relatif à l'encadrement prudentiel du groupe Dexia (et l'ont adapté en 2003 à la suite de la loi du 2 août 2002 relative à la "gouvernance d'entreprise" (loi du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes, dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition). Ce protocole, qui comprend des accords importants en matière de gouvernance d'entreprise, concerne notamment le

² Disponible sur le site internet de Dexia: http://www.dexia.com/FR/gouvernance/audit/protocole_prudentiel/Documents/20050405_prudential_FR.pdf

Van 2005 tot 2007 is er een gestage groei van leningen aan cliënten en een nog iets sterkere groei van de effectenportefeuille. Deze worden voornamelijk gefinancierd met een stijgend volume aan deposito's en op de interbancaire markt. De evolutie van de financiering die DBB aan de rest van de groep levert wordt elders in dit verlag behandeld.

3.5 De aandeelhouders

Gedurende de periode van 2005 tot 2008 (vóór de kapitaalverhoging met het oog op de redding) blijven de onderlinge krachtsverhoudingen tussen de referentie-aandehouders nagenoeg stabiel:

In 2007 traden deze referentieaandehouders toe tot een aandeelhoudersovereenkomst als gevolg van artikel 74 van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnameaanbiedingen. Deze wet voorziet dat personen die op 1 september 2007, hetzij alleen, hetzij in onderling overleg, meer dan 30 % bezitten van de stemrechtverlenende effecten van een Belgische genoteerde vennootschap, niet verplicht zijn een openbaar overnamebod op effecten van deze vennootschap uit te brengen onder meer op voorwaarde dat zij hiervan uiterlijk 21 februari 2008 een kennisgeving deden aan de CBFA en een mededeling richten aan deze vennootschap.

4. Externe controle en regelgeving

4.1 Regelgeving

Aangezien Dexia NV een financiële holding is en geen bank werden er bijzondere afspraken gemaakt voor het toezicht op Dexia NV en op geconsolideerde basis. De CBFA en Dexia hebben in 2001 een protocol² afgesloten (en aangepast in 2003 naar aanleiding van de wet van 2 augustus 2002 aangaande "corporate governance" (wet van 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen) betreffende het prudentieel toezicht op de groep Dexia. Dit protocol, dat belangrijke akkoorden

² Beschikbaar op de website van Dexia: http://www.dexia.com/NL/gouvernance/audit/prudentieel_protocol/Documents/20050405_prudential_NL.pdf

statut du management de la société (honorabilité et expérience professionnelles, régime des incompatibilités de mandats des dirigeants, prêts aux dirigeants), la qualité de l'actionnariat de Dexia, le fonctionnement collégial et les compétences du comité de direction de Dexia, ainsi que l'exercice du contrôle consolidé au sein du groupe Dexia. En ce qui concerne ce contrôle consolidé, le protocole prévoit ce qui suit:

“5.1. Le contrôle du groupe bancaire Dexia sur une base consolidée est exercé par la Commission bancaire et financière, conformément à l'article 49 de la loi du 22 mars 1993 sur le statut et le contrôle des établissements de crédit, à l'arrêté royal du 12 août 1994 relatif au contrôle sur base consolidée des établissements de crédit, et aux dispositions du présent protocole.

La Commission bancaire et financière informe Dexia, qui en prend acte, qu'elle exerce ses compétences de contrôle en étroite concertation avec les autorités françaises et luxembourgeoises de contrôle prudentiel, avec lesquelles elle a conclu à cet effet en date du 11 septembre 2000 un mémorandum dont une copie est jointe à la présente (Annexe II).

5.2. Le contrôle consolidé du groupe Dexia couvre:

- le respect des coefficients de solvabilité et des normes de limitation en matière de concentration des risques, par application de l'arrêté de la Commission bancaire et financière du 5 décembre 1995 concernant le règlement relatif aux fonds propres des établissements de crédit; toutefois, en ce qui concerne les coefficients de solvabilité afférents à la couverture des risques, seul est applicable le coefficient qui définit l'obligation en fonds propres en fonction du volume pondéré des risques de crédit et du montant des risques de marché;*

- le respect des limites en matière de détention de participations qualifiées visées à l'article 32 de la loi du 22 mars 1993 sur le statut et le contrôle des établissements de crédit;*

- le caractère adéquat des structures de gestion, l'organisation administrative et comptable et des procédures de contrôle interne de Dexia et des entreprises incluses dans la situation consolidée, afin de garantir, d'une part, que les informations et renseignements à fournir dans le cadre du contrôle consolidé sont corrects et conformes aux règles applicables et de s'assurer,*

omvat op het vlak van *corporate governance*, handelt onder meer over het statuut van het management van de vennootschap (professionele eerbaarheid en ervaring, het stelsel van de onverenigbaarheid van mandaten van managers, kredieten aan managers), over de kwaliteit van de aandeelhouders van Dexia, de werking als college en de bevoegdheden van het directiecomité van Dexia, alsook de uitoefening van de geconsolideerde controle in de groep Dexia. In verband met deze geconsolideerde controle voorziet het protocol:

“5.1. [Dat] De controle van de bankgroep Dexia op een geconsolideerde basis wordt uitgeoefend door de Commissie voor het Bank- en Financieuzen, conform artikel 49 van de wet van 22 maart 1993 betreffende het statuut en de controle van de kredietinstellingen, het koninklijk besluit van 12 augustus 1994 betreffende de controle op een geconsolideerde basis van de kredietinstellingen, en de bepalingen van onderhavig protocol.

De Commissie voor het Bank- en Financieuzen brengt Dexia, die ervan akte neemt, op de hoogte van het feit dat ze haar controlebevoegdheden uitoefent in nauwe samenwerking met de Franse en Luxemburgse autoriteiten inzake prudentiële controle, waarmee ze te dien einde op 11 september 2000 een memorandum heeft afgesloten waarvan een kopie bij onderhavig protocol is gevoegd (Bijlage II).

5.2. De geconsolideerde controle van de groep Dexia betreft:

- de naleving van de solvabiliteitscoëfficiënten en de beperkingsnormen inzake concentratie van de risico's, door toepassing van het besluit van de Commissie voor het Bank- en Financieuzen van 5 december 1995 houdende de regeling betreffende het eigen vermogen van de kredietinstellingen; met betrekking tot de solvabiliteitscoëfficiënten in verband met de risicodekking is echter alleen de coëfficiënt van toepassing die de verplichting inzake eigen vermogen definieert op basis van het gewogen volume van de kredietrisico's en van het bedrag van de marktrisico's;*

- de naleving van de limieten inzake het in bezit hebben van gekwalificeerde participaties bedoeld in artikel 32 van de wet van 22 maart 1993 betreffende het statuut en de controle van de kredietinstellingen;*

- het adequaat karakter van de beheersstructuren, de administratieve en boekhoudkundige organisatie en de interne controleprocedures van Dexia en de ondernemingen die in de consolidatiekring zijn opgenomen, om, enerzijds, te waarborgen dat de inlichtingen en informatie die in het kader van de geconsolideerde controle dienen te worden verstrekt, correct zijn en beantwoorden aan de*

d'autre part, que la gestion du groupe bancaire est saine et prudente et que sa situation ou ses opérations ne sont pas de nature à mettre en péril sa liquidité, sa rentabilité et sa solvabilité.

5.3. Afin d'assurer le contrôle consolidé de la situation financière et du respect des normes de solvabilité et de détention de participations du groupe bancaire chapeauté par Dexia SA, celle-ci est soumise à l'obligation d'adresser des rapports financiers à la Commission bancaire et financière. La nature des informations et la fréquence de rapport sont définies dans les termes du mémorandum précité du 11 septembre 2000 conclu entre les autorités compétentes annexé au présent protocole.

5.4. La Commission bancaire et financière exercera ses compétences de contrôle avec l'assistance des commissaires agréés de Dexia SA, conformément aux dispositions de l'arrêté royal du 12 août 1994 relatif au contrôle sur base consolidée des établissements de crédit.

Par application de l'article 13, § 1^{er}, dudit arrêté royal, la Commission bancaire et financière peut procéder à la vérification sur place, auprès de Dexia SA, du respect des obligations légales et réglementaires relatives au contrôle du groupe sur une base consolidée.

La Commission bancaire et financière peut également se faire communiquer toute information par Dexia et procéder à des vérifications sur place, afin de s'assurer du respect du présent protocole."

4.2 Contrôle prudentiel

La conception et le fonctionnement du contrôle prudentiel sont décrits dans la partie IV du présent rapport et, de façon plus détaillée, dans le rapport fait au nom de la Commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire.³

Au cours de cette période, le contrôle prudentiel était exercé par la CBFA en coopération avec les autorités de surveillance d'autres pays, sur la base d'un protocole d'entente (*Memorandum of Understanding*), et conformément à la méthode des "cercles concentriques"

³ Chambre et Sénat (27 avril 2009), Rapport fait au nom de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, DOC 52 1643/002 (Chambre)/4-1100/1 (Sénat).

toepasselijke regels, en om, anderzijds, te garanderen dat het beheer van de bankgroep bedachtzaam en verstandig gebeurt en dat haar situatie of haar verrichtingen niet van aard zijn om haar liquiditeit, haar rendabiliteit en haar solvabiliteit in gevaar te brengen.

5.3. Om de geconsolideerde controle te garanderen van de financiële situatie en van de naleving van de solvabiliteitsnormen en de normen inzake het in bezit hebben van participaties, van de bankgroep overkoepeld door Dexia NV, is laatstgenoemde verplicht om financiële verslagen over te maken aan de Commissie voor het Bank- en Financiewezen. De aard van de informatie en de rapporteringsfrequentie zijn gedefinieerd in de bepalingen van het voornoemde memorandum van 11 september 2000 dat tussen de bevoegde autoriteiten werd afgesloten en als bijlage bij onderhavig protocol is gevoegd.

5.4. De Commissie voor het Bank- en Financiewezen zal haar controlebevoegdheden uitoefenen met de steun van de erkende commissarissen van Dexia NV, conform de bepalingen van het koninklijk besluit van 12 augustus 1994 betreffende de controle op een geconsolideerde basis van de kredietinstellingen.

Bij toepassing van artikel 13, § 1, van bedoeld koninklijk besluit mag de Commissie voor het Bank- en Financiewezen ter plaatse, bij Dexia NV, nagaan of de wettelijke en reglementaire verplichtingen betreffende de controle van de groep op een geconsolideerde basis worden nageleefd.

De Commissie voor het Bank- en Financiewezen mag zich ook alle informatie door Dexia laten overmaken en ter plaatse inspecties verrichten om zich ervan te vergewissen of onderhavig protocol wordt nageleefd."

4.2 De prudentiële controle

De benadering en werking van de prudentiële controle wordt beschreven in het deel IV van dit verslag en meer uitgebreid in het verslag namens de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis³.

Het prudentiële toezicht werd tijdens deze periode uitgevoerd door de CBFA in samenwerking met de toezichthouders van andere landen op basis van een *Memorandum of Understanding* en met toepassing van de aanpak volgens de "concentrische cirkels" (het interne

³ Kamer en Senaat (27 april 2009), Verslag namens de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, DOC 52 1643/002 (Kamer)/4-1100/1 (Senaat).

(système de contrôle interne de l'institution, audit interne, commissaire agréé et surveillance par la CBFA).

Au cours de la phase qui a précédé le développement de la crise des subprimes et de la crise financière et au cours de cette crise, une grande attention a été accordée aux risques du groupe, aux différentes propositions de réorganisation de la direction, à l'évolution de la situation de FSA, à la valorisation des portefeuilles et, au fur et à mesure que la crise s'aggravait, au suivi de la liquidité.

En plus de l'identification des risques (risque stratégique, risque de liquidité, risque de financement, risque de gestion d'actifs et de hors bilan, risque de distribution d'actifs et de conseil), les autorités de surveillance ont évalué pour le groupe Dexia les risques spécifiques auxquels il est exposé. Rappelons que le contrôle prudentiel du groupe Dexia est fait sous l'autorité du superviseur belge en concertation avec la Commission Bancaire française (CB) et le Conseil de Surveillance du Système Financier luxembourgeois (CSSF). La CBFA veille également au contrôle prudentiel en solo et consolidé de Dexia Bank Belgium (DBB). FSA qui était une filiale du sous-groupe français DCL (Dexia Crédit Local), est une compagnie d'assurance dont le siège est à New York; FSA relève dès lors de la supervision des institutions de surveillance américaines et françaises. L'évaluation des risques du groupe fait partie des missions de la CBFA en concertation avec la CB et le CSSF.

Depuis le début de la crise, plusieurs correspondances ont été échangées entre la CBFA et le comité de direction de Dexia S.A portant principalement sur les problèmes de gouvernance du groupe, l'exposition du groupe aux produits structurés, et les changements stratégiques. La CBFA a également procédé à des missions transversales au 31 décembre 2007 et 31 mars 2008 pour l'ensemble des grandes banques systémiques. De l'avis du superviseur belge, le processus de gouvernance et de contrôle relatif à la valorisation des portefeuilles ABS/CDO est considéré comme "satisfaisant" chez Dexia S.A. (hors contrôle des activités de FSA) et comme "à améliorer" pour ce qui concerne le contrôle par Dexia S.A. des activités de FSA. La CBFA remarque que la communication financière relative aux portefeuilles ABS/CDO de Dexia a été assez bien détaillée et constante depuis le début de la crise financière, elle relève néanmoins des points négatifs suivants:

- absence de *guidelines* spécifiques relatives à la mesure de la "juste valeur" d'instruments financiers en cas de marchés illiquides; la directive des risques de Dexia utilisait essentiellement les prix de marché observables pour la valorisation de son portefeuille ABS/CDO;

controlesysteem van de instelling, de interne audit, de erkende commissaris en het toezicht door de CBFA).

In de aanloop naar en tijdens de ontwikkeling van de subprime en financiële crisis werd veel aandacht besteed aan de risico's van de groep, de verschillende reorganisatievoorstellen van de leiding, de evolutie van de situatie van FSA, de waardering van de portefeuilles en naarmate de crisis zich accentueerde, de opvolging van de liquiditeit.

De toezichthoudende autoriteiten hebben voor de groep Dexia, naast de identificatie van de risico's (strategisch risico, liquiditeitsrisico, financieringsrisico, activabeheer- en buitenbalansrisico, risico van verdeling van de activa) de specifieke risico's beoordeeld waaraan hij was blootgesteld. Er zij aan herinnerd dat het prudentieel toezicht op Dexia geschiedt onder het gezag van de Belgische supervisor in overleg met de Franse *Commission Bancaire* (CB) en de Luxemburgse *Conseil de Surveillance du Système Financier* (CSSF). De CBFA zorgt ook voor het solo en geconsolideerd prudentieel toezicht van Dexia Bank Belgium (DBB). FSA, een dochtermaatschappij van de Franse subgroep DCL (Dexia Crédit Local), is een verzekeringsmaatschappij met zetel in New York; FSA valt dus onder het toezicht van de Amerikaanse en Franse toezichtinstanties. De evaluatie van de risico's van de groep maakt deel uit van taken van de CBFA in overleg met de CB en de CSSF.

Sinds het begin van de crisis is er tussen de CBFA en het directiecomité van Dexia NV meermaals briefwisseling geweest, voornamelijk over de problemen inzake het bestuur van de groep, de blootstelling van de groep aan de gestructureerde producten en de strategische wijzigingen. De CBFA heeft op 31 december 2007 en op 31 maart 2008 ook transversale missies uitgevoerd voor alle grote systeembanken. De Belgische toezichthouder merkt het bestuurs- en controleproces inzake de valorisatie van de portefeuilles ABS/CDO aan als "voldoende" bij Dexia NV (buiten het toezicht op de activiteiten van FSA) en als "te verbeteren" voor de controle door Dexia NV van de activiteiten van FSA. De CBFA merkt op dat financiële communicatie over de portefeuilles ABS/CDO vrij gedetailleerd en constant was sinds het begin van de financiële crisis. Ze wijst echter op de volgende negatieve punten:

- ontbreken van specifieke *guidelines* voor het meten van de "juiste waarde" van financiële instrumenten in geval van illiquide markten; de risicorichtlijn van Dexia maakte vooral gebruik van de marktprijzen voor de valorisatie van de ABS/CDO-portefeuille;

— risque de liquidité: le commissaire réviseur agréé de Dexia faisait état d'une partie du portefeuille très peu liquide;

— gouvernance: les départements *Risk Management* et *Finance* de FSA étaient très peu intégrées aux filières respectives du groupe;

— augmentation des expositions aux *subprimes* de la filiale FSA en pleine période de crise;

— absence de révision de méthodes d'évaluation relatives au portefeuille *Financial products*, au portefeuille d'assurance de FSA par le service de validation interne de Dexia;

— risque de marché: le service de validation interne des modèles de type "risque de marché" n'incluait pas la FSA.

L'on ne saurait clore cette section sans évoquer un problème dans le fonctionnement du système des cercles concentriques de la surveillance du groupe Dexia: comment expliquer que la CBFA ait appris les problèmes de liquidité de la filiale FSA plusieurs mois après qu'il ait été révélé par le Comité d'audit du groupe Dexia?

4.3 Audit externe

L'audit externe a été réalisé en 2006 et 2007 par un collègue de réviseurs agréés des bureaux *PriceWaterhouseCoopers* et *Mazars & Guérard*. Pour les exercices 2006 et 2007, ils ont donné une déclaration d'approbation avec paragraphe explicatif⁴. Ce paragraphe explicatif portait sur les incertitudes relatives aux risques juridiques liés au leasing d'actions aux Pays-Bas (ex-banque Labouchère). Dans leur rapport, les commissaires ont renvoyé, à cet égard, à l'annexe aux comptes annuels. À partir de l'exercice 2008, l'audit externe est confié à Deloitte. Le rapport de ce commissaire est traité dans la partie IV du présent rapport.

5. Influence de cette période sur le sort du groupe

La période entre 2006 et le sauvetage de 2008 prolonge, en fait, la période précédente. Dexia cherche à devenir un acteur mondial en matière de financement

⁴ Un paragraphe explicatif ne peut compléter la déclaration que dans deux cas: en cas de problème significatif en matière de continuité de l'exploitation ou en cas d'incertitude significative (dans un autre domaine que la continuité de l'exploitation), qui n'est pas de nature à justifier l'existence d'une déclaration d'abstention.

— liquiditeitsrisico: de erkende commissaris-revisor van Dexia heeft gewag gemaakt van een zeer weinig liquide gedeelte van de portefeuille;

— *governance*: de departementen *Risk Management* en *Finance* van FSA waren slechts in heel geringe mate geïntegreerd in de respectieve filières van de groep;

— verhoging van de blootstelling aan de *subprimes* van de dochtermaatschappij FSA in volle crisis;

— ontbreken van enige herziening van de evaluatiemethodes inzake de portefeuille *Financial products* en de verzekeringsportefeuille van FSA door de interne validatiedienst van Dexia;

— marktrisico: de dienst voor interne validatie van de modellen van het type "marktrisico" behelsde niet de FSA.

Dit hoofdstuk kan niet worden afgesloten zonder iets te zeggen over een probleem in het functioneren van het systeem van de concentrische cirkels van het bezicht op de groep Dexia: hoe kan men verklaren dat de CBFA pas kennis heeft gehad van de liquiditeitsproblemen van de dochtermaatschappij FSA verschillende maanden nadat het auditcomité van de groep Dexia erop had gewezen?

4.3 Externe audit

De externe audit werd in 2006 en 2007 uitgevoerd door een college van erkende revisoren van de kantoren *PriceWaterhouseCoopers* en *Mazars & Guérard*. Over de boekjaren 2006 en 2007 gaven zij een goedkeurende verklaring met een toelichtende paragraaf⁴. Deze toelichtende paragraaf had betrekking op de onzekerheden in verband met de juridische risico's met betrekking tot aandelenleasing in Nederland (ex bank Labouchère). In hun verslag verwezen de commissarissen naar de toelichting bij de jaarrekening in dit verband. Vanaf het boekjaar 2008 wordt de externe controle toevertrouwd aan Deloitte. De verslaggeving van deze commissaris wordt behandeld in deel IV van dit verslag.

5. De invloed van de periode op het lot van de groep

De periode van 2006 tot aan de redding in 2008 is in feite een voortzetting van de voorgaande periode. Dexia streeft ernaar een wereldspeler te zijn op het vlak

⁴ Een toelichtende paragraaf kan enkel de verklaring aanvullen in twee gevallen: in geval van een betekenisvol probleem inzake de bedrijfscontinuïteit of in geval er een betekenisvolle onzekerheid bestaat (op een ander vlak dan de bedrijfscontinuïteit), die niet van aard is om een onthoudende verklaring te verantwoorden.

public et de financement de projets, ainsi qu'à poursuivre le développement de ses activités bancaires universelles en Europe. La réduction des marges sur l'octroi de crédits risque de mettre la rentabilité sous pression. Cependant, la poursuite de l'accroissement des volumes peut garantir le niveau des bénéficiaires. Dexia peut exploiter, à cette fin, la position unique qu'elle occupe grâce aux ratings de crédit très élevés des différentes entités du groupe.

Les premiers signes de la crise des subprimes sont encore considérés comme une opportunité. En effet, le profil de risque de Dexia est jugé faible, non seulement en interne, mais aussi par le marché. Plusieurs signaux émanant de la gestion des risques (*Risk Management*) indiquant que l'élargissement du portefeuille au rythme d'alors pouvait être source de problèmes n'ont pas été pris en compte à temps. Dans le rapport de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, les éléments spécifiques ayant abouti, pour Dexia, aux problèmes de 2008 en raison de la crise financière, sont analysés comme suit: problèmes de gouvernance, exposition au portefeuille de produits structurés, dépendance à la filiale FSA et gestion de la liquidité.

Le premier problème lié à la gouvernance de Dexia SA est l'instabilité de la structure du groupe. En trois ans, la structure a été modifiée quatre fois; le dernier plan ayant été mis sur place en juin 2008. La CBFA n'a d'ailleurs pas manqué l'occasion d'attirer l'attention du top management sur cet aspect. La conséquence directe de ce changement régulier de structure est l'impression donnée aux autorités de surveillance que le CEO n'était pas systématiquement au courant des décisions stratégiques qui étaient prises au sein du groupe, ce qui dénote une connexion distendue entre l'exécutif et le conseil d'administration. Le second problème est la non-intégration des départements *risk management* et *Finance* de FSA aux filières respectives du groupe. De même, le service de validation interne des modèles de type "risque de marché" n'incluait pas la FSA.

Au début de la crise, le groupe Dexia annonçait être "bien protégé du risque lié au *subprime*"; cette affirmation semble au moins réfutable. Au 31 décembre 2008 Dexia détenait de l'ordre de 19 milliards d'euros de CDO dont, il est vrai, 96 % bénéficiant à ce moment d'une notation d'au moins AA. Un certain nombre de lacunes importantes qui ont été constatées à propos de l'activité "produits structurés" peuvent être résumées comme suit:

van publieke en projectfinanciering en zijn universele bankactiviteiten verder uit te bouwen in Europa. Door de inkrimping van de marges op de kredietverlening dreigt de rentabiliteit onder druk te komen staan. De verdere uitbreiding van de volumes kan echter het winstniveau veilig stellen. Dexia kan hierbij gebruik maken van de unieke positie die het bekleedt via de zeer hoge kredietratings voor de verschillende entiteiten van de groep.

De eerste tekenen van de subprime-crisis worden nog als een opportuniteit gezien. Het risicoprofiel van Dexia wordt immers niet alleen intern maar ook door de markt als laag aanzien. Een aantal signalen van het *Risk Management* die erop wezen dat de uitbreiding van de portefeuille aan het toenmalige tempo voor problemen kon zorgen werden niet tijdig opgevolgd. In het verslag namens de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis werd volgende analyse gemaakt van de specifieke elementen die voor Dexia tot de problemen in 2008, als gevolg van de financiële crisis, hebben geleid: *governance*problemen, de blootstelling aan de portefeuille gestructureerde producten, de afhankelijkheid van FSA en het liquiditeitsbeheer.

Het eerste probleem in verband met het bestuur van Dexia heeft te maken met de instabiliteit van de structuur van de groep. In drie jaar werd de structuur viermaal gewijzigd; de laatste maal was in juni 2008. De CBFA heeft het topmanagement trouwens duidelijk gewezen op dit probleem. Het directe gevolg van die constante wijzigingen is dat de toezichhoudende overheden de indruk kregen dat de ceo niet systematisch op de hoogte was van de strategische beslissingen die binnen de groep werden genomen, wat wijst op een al te losse communicatie tussen de directie en de raad van bestuur. Het tweede probleem is dat de departementen *risk management* en *finance* van FSA niet geïntegreerd werden in de respectieve onderdelen van de groep. Ook de dienst interne validering van de modellen van het type "marktrisico" omvatte FSA niet.

In het begin van de crisis verklaarde de Dexia-groep dat hij goed beschermd was tegen het *subprime*-risico. Deze verklaring lijkt op zijn minst weerlegbaar. Op 31 december 2008 bezat Dexia voor 19 miljard euro aan CDO, waarvan weliswaar 96 % op dat ogenblik minstens een AA-rating had. Een aantal belangrijke tekortkomingen die in verband met de activiteit in gestructureerde producten werden vastgesteld kunnen als volgt samengevat worden:

— entre juin 2007 et décembre 2007, alors que nous sommes en pleine crise financière, la filiale FSA a augmenté ses expositions au subprime;

— il existait un manque de cohérence et de comparaison entre les sources utilisées par Dexia et FSA pour la valorisation de leurs portefeuilles ABS/CDO;

— les méthodes d'évaluation relatives au portefeuille "*Financial products*" et portefeuille d'assurance de FSA n'étaient pas revues par le service de validation interne de Dexia, de même que les méthodes d'évaluation relatives aux expositions sous forme de *credit default swaps*;

— les modèles de valorisation de portefeuilles incluaient uniquement les modèles de valorisation en *mark-to-model*.

Les faiblesses dans le modèle de gouvernance de FSA et dans l'activité produits structurés ont pesé particulièrement lourd étant donné que FSA a été jusqu'à juin 2007 une des entités les plus importantes du groupe. Cette filiale a elle seule contribué en 2006 et 2007 aux revenus du groupe Dexia à hauteur de 7 à 8 %. Dans les mêmes temps, elle contribuait à hauteur de respectivement 10 % et 12 % au résultat net du groupe.

Comme la plupart des banques belges, la gestion de la liquidité est un des aspects en cause des difficultés chez Dexia. Comme il s'est avéré ultérieurement, d'importantes mises en garde du département de la gestion des risques n'ont pas fait l'objet d'un suivi suffisant ni d'une communication au conseil d'administration.

Ces constatations contrastent vivement avec l'image positive que Dexia a elle-même donnée de la gestion des risques dans les rapports annuels de cette période. Affirmer dans le rapport annuel 2007 que "Dexia adopte une politique... prudente en matière de gestion de sa liquidité" et que "le processus de la gestion des risques de marché est coordonné au niveau du groupe afin d'assurer la cohérence et la qualité du contrôle des risques au sein de l'ensemble du groupe" est manifestement faire preuve de trop d'optimisme.

Au moment où le marché referme le robinet des liquidités (après la faillite de *Lehman Brothers*) et où le groupe doit être sauvé, Dexia a constitué un volume énorme d'actifs à long terme, financés dans une large mesure par des passifs à court terme. Cette stratégie s'inscrivait dans le business développé par Dexia au cours des années précédentes, et reposant sur des notations de crédits solides. Cette situation continuera de peser sur le groupe dans la période qui a suivi le

— tussen juni en december 2007, in volle financiële crisis, heeft het filiaal FSA zijn positie tegenover subprimes verhoogd;

— er was een gebrek aan samenhang en vergelijking tussen de bronnen waarop respectievelijk Dexia en FSA zich baseerden voor de waardering van hun ABS/CDO-portefeuilles;

— de evaluatiemethodes betreffende de portefeuille *financial products* en de verzekeringsportefeuille van FSA werden niet nagezien door de interne valideringsdienst van Dexia, net zomin als de evaluatiemethodes betreffende de posities in de vorm van *credit default swaps*;

— de valorisatiemodellen van de portefeuilles omvatten alleen de valorisatiemodellen in *mark-to-model*.

De zwakheden in het Governance model van FSA en in de activiteit gestructureerde producten wogen extra zwaar omdat FSA tot eind 2007 een van de belangrijkste entiteiten van de groep was. Die dochteronderneming heeft in haar eentje in 2006 en 2007, 7 à 8 % van de inkomsten van de Dexia groep gegenereerd. Tegelijk droeg ze in die jaren respectievelijk 10 % en 12 % bij tot het nettoresultaat van de groep.

Net zoals dat bij de andere banken het geval was, vormde het liquiditeitsbeheer één van de aspecten die Dexia in de problemen bracht. Zoals later is gebleken werden er belangrijke waarschuwingen van het risicomanagement niet voldoende opgevolgd noch bekend gemaakt bij de raad van bestuur.

Deze vaststellingen staan in schril contrast met het positieve beeld dat Dexia zelf schetste over het risicobeheer in de jaarverslagen van die periode. Vermeldingen als "Dexia voert een voorzichtig beleid inzake het beheer van de liquide middelen" en "het proces van het beheer van de marktrisico wordt gecoördineerd op groepsniveau met het oog op een coherente en kwaliteitsvolle risicocontrole binnen de groep" in het jaarverslag 2007 zijn in dit licht duidelijk te optimistisch.

Op het ogenblik dat de markt de liquiditeitskraan dichtdraait (na het faillissement van *Lehman Brothers*), en de groep moet gered worden, heeft Dexia een enorm volume aan activa op lange termijn opgebouwd wat in te grote mate gefinancierd werd met korte termijn passiva. Dit sloot aan bij het zakelijk model dat Dexia over de voorgaande jaren ontwikkeld had, steunend op de sterke kredietratings. Deze situatie zal steeds blijven doorwegen in de periode na de redding en, zoals nu

sauvetage et a fini par nécessiter, comme nous le savons aujourd'hui, un deuxième sauvetage à la suite d'une nouvelle crise de liquidités et de confiance.

blijkt, door een nieuwe liquiditeits- en vertrouwenscrisis tot een tweede redding moeten leiden.

III. — LE SAUVETAGE D'OCTOBRE 2008

CHAPITRE 1^{ER}

Contexte et chronologie

Les causes macro- et microéconomiques de la crise bancaire et financière de 2007-2008 ont été décrites de manière détaillée dans le rapport fait au nom de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire¹ de 2009. Dans ce chapitre, nous reprenons de ce rapport un certain nombre de paragraphes relatifs à la chronologie de la propagation de la crise dans le secteur financier dans son ensemble, et plus particulièrement en ce qui concerne Dexia (voy. DOC 52 1643/002, La crise bancaire et financière).

1. Chronologie de la propagation de la crise

Bien que les causes profondes de la crise bancaire et financière soient à trouver dans des déséquilibres dont certains sont globaux, la genèse de son déclenchement se localise principalement aux États-Unis. Cette section procède à l'exposé du déroulement de la crise financière et de sa propagation à travers le monde. L'examen se limite aux aspects purement financiers et ignore délibérément les conséquences de la crise sur l'économie réelle à partir du dernier trimestre 2008, dont l'analyse ne rentre pas dans le cadre de notre mission.

Nous entamons cette section par un résumé du sentiment général qui prévalait dans la communauté économique préalablement à l'éruption de la crise. Ensuite, nous retraçons la chronologie des événements, dans une perspective internationale, et en identifiant chaque section sur la base d'un événement majeur ayant provoqué une nouvelle rupture.

1.1 Conditions initiales: la théorie du "découplage"

Les conditions d'assouplissement monétaire encourageantes aux États-Unis et les investissements massifs de capitaux en provenance des pays d'Asie dans l'économie américaine nourrissent les comportements d'endettement de l'État et des ménages, et contribuent au développement des marchés hypothécaires des États-Unis à partir du début des années 2000. La politique monétaire et sociale du gouvernement et l'accélé-

¹ Chambre et Sénat (27 avril 2009), Rapport fait au nom de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, DOC 52 1643/002 (Chambre)/4-1100/1 (Sénat).

III. — DE REDDING VAN OKTOBER 2008

HOOFDSTUK 1

Context en chronologie

De macro- en micro-economische oorzaken van de financiële en bankcrisis van 2007/2008 worden uitgebreid beschreven in het verslag namens de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis¹ van 2009. In dit hoofdstuk hernemen wij hier uit dat verslag een aantal van de paragrafen over de ontwikkeling van de crisis in de financiële sector in zijn geheel en met betrekking tot Dexia in het bijzonder (zie DOC 52 1643/002, De financiële en bankcrisis).

1. Chronologie van de ontwikkeling van de crisis

Hoewel de diepe oorzaken van de financiële en de bankencrisis terug te voeren zijn op de (in sommige gevallen wereldwijde) onbalansen, is de crisis hoofdzakelijk ontstaan in de Verenigde Staten. In dit deel wordt uiteengezet hoe de financiële crisis is verlopen en hoe ze zich wereldwijd heeft verbreid. In dezen worden alleen de louter financiële aspecten besproken, en wordt bewust voorbijgegaan aan de gevolgen van de crisis voor de reële economie vanaf het laatste kwartaal van 2008, iets waarvan de analyse niet tot onze opdracht behoort.

Dit deel vangt aan met een samenvatting van het algemene gevoel dat vóór het uitbreken van de crisis binnen de economische wereld heerste. Dan volgt een chronologisch feitenrelaas tegen een internationale achtergrond, waarbij elk onderdeel berust op een belangrijke gebeurtenis die tot een nieuwe breuk heeft geleid.

1.1 Oorspronkelijke omstandigheden: de ontkoppelingstheorie

De voorwaarden ter aanmoediging van monetaire versoepeling in de Verenigde Staten, alsmede de massale, uit de Aziatische landen afkomstige kapitaalinvesteringen in de Amerikaanse economie zetten de Staat en de gezinnen er vanaf het begin van dit decennium toe aan schulden aan te gaan. Een en ander draagt ook bij tot de uitbouw van de hypothecaire markten in de Verenigde Staten. Het monetaire en sociale beleid

¹ Kamer en Senaat (27 april 2009), Verslag namens de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, DOC 52 1643/002 (Kamer)/4-1100/1 (Senaat).

ration consécutive du marché immobilier se superposent dans ce contexte à la course aux rendements et à la sous-estimation des risques de crédit par des agences de notation. Les acteurs du marché financier misent de plus en plus sur la titrisation et sur les produits dérivés de crédit liés aux actifs immobiliers. Il en résulte que la communauté mondiale se réjouit de la “meilleure diversification” du risque financier et de la “meilleure robustesse” du système financier mondial².

Il est intéressant de noter que la vision par rapport à la conjoncture économique mondiale et surtout américaine reste positive jusqu'en juillet 2007. Bien que les institutions comme la Banque Mondiale et le FMI fussent conscientes des risques possibles de la concentration de l'innovation financière sur les marchés³, on considèrerait que le système financier restait résilient face à des chocs possibles. On note par ailleurs que le risque d'augmentation des taux d'intérêts dû au risque d'inflation et le risque de refroidissement du marché hypothécaire américain plus important que prévu ont également été reconnus par le FMI en septembre 2006.

Entretemps, la masse des produits financiers structurés liés à des emprunts hypothécaires continue à croître et atteint \$ 5,8 trillions en janvier 2007 dont 850 milliards USD appartenant à des investisseurs étrangers^{4,5}. Les prêts de type *subprime* s'élèvent à 14 % du total d'après le même rapport. C'est là que le ralentissement du marché hypothécaire et l'augmentation des taux directeurs par la Fed commencent à jouer un rôle néfaste. On constate alors une augmentation des taux de défaut de paiement sur les prêts de type *subprime*. Néanmoins, les marchés financiers et les institutions financières restent encore confiants dans le fait que le risque de crédit est bénin car toujours concentré dans le secteur des produits *subprime* et que même dans le scénario le plus pessimiste envisagé, le risque systémique reste minime.

La vision dominante de cette période et de l'attitude des acteurs principaux du marché financier par rapport aux *subprimes* peut être illustrée par l'opinion consensuelle des banques d'affaires. Lehman Brothers, Bear Stearns, JPMorgan ont toutes les trois examiné l'ampleur des risques de défaut liés au *subprime* et leur implication possible. Leur conclusion générale était la suivante: même si les prix de l'immobilier dégringolent d'une manière historiquement sans précédent, la majo-

van de regering, alsook de vervolgens aantrekkende vastgoedmarkt, kwamen in die context bovenop de jacht op almaar hogere rendementen en de onderschatting van de kredietrisico's door de ratingagentschappen. De spelers op de financiële markt zetten almaar zwaarder in op effectivering en op aan vastgoedactiva gekoppelde, afgeleide producten. Bijgevolg verheugde de wereldgemeenschap zich over de “betere spreiding” van het financiële risico en over de “grotere robuustheid” van het wereldwijde financiële systeem².

Het is interessant erop te wijzen dat men tot in juli 2007 een positieve kijk had op de wereldwijde en vooral de Amerikaanse economische conjunctuur. Hoewel instellingen zoals de Wereldbank en het IMF zich bewust waren van de gevaren die mogelijkerwijs uitgingen van de financiële innovatie op de markten³ werd er vanuit gegaan dat het financieel systeem bestand bleef tegen eventuele schokken. Voorts zij erop gewezen dat ook het IMF in september 2006 heeft erkend dat er een risico bestond op stijgende rentevoeten wegens dreigende inflatie, alsmede op een sterker dan geraamde afkoeling van de Amerikaanse hypotheekmarkt.

Inmiddels bleef de hoeveelheid aan hypothecaire leningen gekoppelde, gestructureerde financiële producten in omvang toenemen, en beliepen ze 5,8 biljoen USD (5,8 Amerikaanse *trillion*) in januari 2007, waarvan 850 miljard USD in het bezit was van buitenlandse beleggers^{4,5}. Volgens hetzelfde rapport bedroegen de leningen van het *subprime*-type 14 % van het totaal. Op dat ogenblik begonnen de afkoeling van de hypotheekmarkt en de stijging van de discontovoeten van de *Federal Reserve* een funeste rol te spelen. Kennelijk gingen de wanbetalingspercentages op de leningen van het *subprime*-type toen omhoog. Desondanks bleven de financiële markten en instellingen alsnog vol vertrouwen omdat het kredietrisico beperkt bleef; dat risico bleef immers altijd geconcentreerd binnen de sector van de *subprime*-producten, en zelfs in het *worst case scenario* bleef het risico op een systeemcrisis uitermate klein.

De tijdens die periode meestal gehuldigde opvatting en de houding van de belangrijkste spelers op de financiële markt in verband met de *subprime*-leningen kunnen worden geïllustreerd met de opinie waarover eensgezindheid bestond bij de zakenbanken. Lehman Brothers, Bear Stearns en JPMorgan hebben alle drie nagegaan hoe groot het risico op wanbetaling bij *subprime*-producten was en welke implicaties dat zou kunnen hebben. Hun algemene conclusie luidde dat,

² GFSR, 2006 – avril & septembre.

³ GFSR 2006, 2007; rapports annuels de la BNB 2006-2007.

⁴ Il est important de noter que ces indicateurs ne sont que les estimations faites à l'époque par le FMI.

⁵ GFSR 2007 Avril, p. 4.

² GFSR, 2006 – april en september.

³ GFSR 2006, 2007; jaarverslagen van de NBB 2006-2007.

⁴ Het is belangrijk erop te wijzen dat die indicatoren louter ramingen zijn die het IMF toentertijd heeft verricht.

⁵ GFSR 2007, april, blz. 4.

rité des investisseurs avec une exposition aux risques de défaut des prêts hypothécaires via les produits dérivés ne subirait pas des pertes. Comme nous le verrons par la suite, deux de ces banques ont fait objet d'une faillite technique suivie par des interventions de la Fed et des rachats par d'autres institutions financières. La cause dans les deux cas: les produits dérivés liés aux prêts *subprime*.

La sous-estimation des risques présents sur le marché hypothécaire américain et des risques de crédit des produits dérivés n'est pas le seul élément à prendre en considération. À cela s'ajoute un deuxième — et décisif — élément de sous-estimation des risques: la croyance généralement répandue d'une corrélation faible entre les risques économiques d'origine américaine avec le reste du monde. En 2007, la communauté financière reconnaît assez rapidement des symptômes d'une crise éventuelle. Ce que les acteurs du marché n'ont pas vu venir, c'est que cette crise allait s'amplifier de manière plus que proportionnelle par un effet de levier aberrant et la reconcentration des risques à travers les marchés dérivés, et toucher l'ensemble du système financier et économique mondial.

Le rapport du FMI sur la stabilité financière daté du mois d'avril 2007 identifie quelques risques de tache d'huile ("*spillover*"), à savoir celui d'une propagation de la turbulence financière due à l'augmentation des défauts de *subprime* sur d'autres marchés non liés à l'immobilier résidentiel:

- détérioration des normes tacites du financement de crédit sur d'autres marchés;
- défauts des produits financiers dérivés liés aux prêts hypothécaires de la qualité supérieure à celle des *subprimes*;
- détérioration de la conjoncture sur les marchés immobiliers;
- pertes sur des marchés non liés aux marchés immobiliers;
- réduction de la rentabilité des banques, à cause du ralentissement et retournement du marché immobilier;
- risque de pertes des investisseurs internationaux dû à l'exposition au risque via les produits dérivés.

Malgré cette identification, la conclusion générale se voyait rassurante. La complexité des produits dérivés rendait impossible de comprendre comment exactement le risque des défauts de paiement des prêts immobiliers a été reparti sur l'ensemble des acteurs

zels al vond een ongeziene ineenstorting van de vastgoedprijzen plaats, de meeste beleggers die vatbaar waren voor het risico op wanbetaling bij hypotheekleningen via afgeleide producten, nog steeds geen verlies zouden lijden. Zoals hierna wordt uiteengezet, zijn twee van die banken technisch gesproken failliet gegaan, waarna de *Federal Reserve* is opgetreden, en waarna ze door andere financiële instellingen zijn opgekocht. In beide gevallen was zulks te wijten aan de aan *subprime*-leningen gekoppelde afgeleide producten.

De onderschatte risico's van de Amerikaanse hypotheekmarkt en van de kredietrisico's bij de afgeleide producten mag niet als enig aspect in aanmerking worden genomen. Die onderschatte risico's omvatten ook nog een tweede — en doorslaggevend — facet, met name de algemeen verbreide overtuiging dat er maar een zwakke correlatie bestond tussen de economische risico's van Amerikaanse herkomst en de rest van de wereld. In 2007 bemerkte de financiële wereld al spoedig symptomen van een eventuele crisis. De marktspelers hebben echter niet zien aankomen dat die crisis sterker dan verhoudingsgewijs zou aanzwellen wegens een buitensporig hefboomeffect en wegens de risicospreiding over de afgeleide markten, waardoor het hele wereldwijde financiële en economische systeem eronder te lijden kreeg.

In het IMF-rapport van april 2007 over de financiële stabiliteit worden enkele gevaren aangestipt die tot een olievlekverschijnsel ("*spillover*") kunnen leiden, te weten een verbreiding van de financiële turbulentie omdat het stijgende aantal gevallen van wanbetaling bij *subprime*-producten overslaat op andere markten die geen verband houden met residentieel vastgoed:

- teloorgang van de stilzwijgend geldende standaarden bij kredietfinanciering op andere markten;
- wanbetaling bij de aan hypotheekleningen gekoppelde afgeleide producten die kwalitatief hoogstaander zijn dan de *subprimes*;
- conjunctuurverslechtering op de vastgoedmarkten;
- verliezen op de niet aan de vastgoedmarkten gekoppelde markten;
- rentabiliteitsdaling van de banken wegens de afkoeling van en de ommekeer op de vastgoedmarkt;
- risico's welke de internationale beleggers lopen doordat zij aan gevaar blootstaan via de afgeleide producten.

Hoewel een en ander werd opgemerkt, klonk de algemene conclusie geruststellend. Door de ingewikkeldheid van de afgeleide producten kon onmogelijk worden begrepen hoe het risico op wanbetaling van de vastgoedleningen precies was gespreid over alle markt-

du marché financier. Cependant, la vision consensuelle de l'époque était que ce processus de réallocation du risque de crédit sur l'ensemble des acteurs du marché permettait une meilleure diversification, une meilleure stabilité financière et une meilleure transparence⁶. Cette vision a contribué à son tour à la création d'une grande confiance sur le fait que le système financier pourrait se permettre des chocs à court terme sans que cela n'endommage les marchés en-dehors des États-Unis.

L'analyse des risques se limitait, dès lors, généralement à des postulats de type qualitatif sans aucune évaluation des séquelles de l'éclatement de la crise sur le marché américain et sur l'ensemble du système financier et économique. Nous verrons dans les sections à venir que cette attitude s'avérera une faiblesse notoire de prévision dans le contexte de la crise que l'on connaît actuellement.

1.2 Période du début 2007 au 16 mars 2008

L'augmentation du taux de défaut des prêts de logement stimule la croissance d'inquiétudes et du sentiment d'incertitude vis-à-vis des tendances du marché immobilier. Le 7 février 2007, HBSC annonce des pertes supérieures aux attentes en raison des défauts de paiement sur des prêts *subprime* aux États-Unis. Néanmoins, cette annonce suscite un intérêt relativement modeste. La situation s'aggrave le 2 avril, lorsque *New Century Financial*, l'un des plus grands opérateurs du marché hypothécaire des États-Unis, dépose un dossier de demande de concordat (*Chapter 11*).

Mais le premier choc sensible ébranlant la confiance des marchés provient d'une annonce faite par la banque d'affaire Bear Stearns concernant les difficultés de deux de ses hedge funds: *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund* et *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund*. Ces véhicules d'investissement financier, ayant dans leurs portefeuilles des placements importants dans les prêts *subprime*, annoncent de larges pertes au mois de juin 2007. Alors que la banque avait investi initialement 35 millions USD dans ces deux fonds, Bear Stearns est obligée de prêter 3,2 milliard USD au premier et de négocier un emprunt d'urgence pour le second. Cet événement fait naître dans le marché la crainte que *Bear Stearns* soit obligé de liquider toutes ses positions en CDOs, ce qui produit une pression à la vente sur ce marché et induit une auto-réalisation de cette crainte.

⁶ GFSR 2006, octobre, p. 62.

spelers. Men was het er toentertijd echter over eens dat dat proces, waarbij de risico's over alle marktspelers waren gespreid, de mogelijkheid bood te komen tot meer financiële diversificatie, stabiliteit en transparantie⁶. Die visie droeg er op haar beurt toe bij dat men er meer vertrouwen in had dat het financiële systeem schokken op korte termijn zou kunnen opvangen zonder dat het de markten buiten de Verenigde Staten zou schaden.

De risicoanalyse reikte over het algemeen dan ook niet verder dan kwalitatieve hypothesen zonder dat sprake was van enige evaluatie van de gevolgen welke het uitbreken van de crisis zou hebben voor de Amerikaanse markt, alsook voor het hele financiële en economische systeem. In de volgende delen wordt uiteengezet dat die houding een notoir gebrek aan vooruitziendheid zou blijken tegen de achtergrond van de huidige crisis.

1.2 Periode tussen begin 2007 en 16 maart 2008

De stijging van de wanbetalingspercentages bij woningkredieten leidde tot grotere ongerustheid en tot een sterker onzekerheidsgevoel omtrent de tendensen op de vastgoedmarkt. Op 7 februari 2007 kondigde Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) hogere dan verwachte verliezen aan wegens gevallen van wanbetaling bij *subprime*-leningen in de Verenigde Staten. Toch werd aan die aankondiging niet veel belang gehecht. De toestand verslechterde op 2 april, toen *New Century Financial*, een van de belangrijkste spelers op de hypotheekmarkt in de Verenigde Staten een dossier indiende om een gerechtelijk akkoord aan te vragen (het zogenaamde *Chapter 11*).

De eerste grote schok die het vertrouwen van de markten aan het wankelen bracht, werd echter veroorzaakt doordat zakenbank Bear Stearns aankondigde moeilijkheden te ondervinden met twee van haar *hedge funds*: het *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund* en het *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund*. Voor die financiële investeringsinstrumenten, waarvan de portefeuilles omvangrijke beleggingen in *subprime*-leningen bevatten, werden in juni 2007 forse verliezen aangekondigd. Terwijl de bank oorspronkelijk 35 miljoen USD had geïnvesteerd in die twee fondsen, zag Bear Stearns zich genoodzaakt het eerste fonds 3,2 miljard USD te lenen alsook voor het tweede fonds te onderhandelen over een noodkrediet. Die gebeurtenis wekte op de markt de vrees dat Bear Stearns zich genoodzaakt zou zien tot vereffening van al haar posities in CDO's, hetgeen op die markt verkoopsdruk deed ontstaan, waardoor die vrees dan ook vanzelf realiteit werd.

⁶ GESR 2006 Oktober, p. 62.

Cette dégradation provoque une réaction brutale des agences de notation. La crise financière débute véritablement par une série d'abaissements des notations. L'objet de ces abaissements est un ensemble de produits des institutions financières liés aux prêts hypothécaires et notamment aux prêts *subprime*. Ainsi, durant la période de juin à août 2007, Moody's, Standard & Poor's et Fitch, chacun à son tour, déclassent des obligations et des titres adossés à des prêts hypothécaires. Certains de ces titres avaient des notes de Aaa⁷.

Les abaissements de notation déclenchent, en conséquence, des mesures protectrices inhérentes aux marchés des produits titrisés. En résultat, on remarque une augmentation des *spreads* (les écarts entre les taux) sur les titres liés aux prêts de logement, reflétant la perception du risque accru des investisseurs. Dans le même temps, le marché en général réagit d'une manière encore plus sévère: les investisseurs ne souhaitent plus financer la "machine" de prêt de logement. Il s'ensuit une diminution importante des volumes d'échange et des prix de marché de ces produits⁸.

Au final, les banques ayant fait appel à la titrisation se retrouvent dans une situation très précaire. D'une part, elles sont forcées de comptabiliser des pertes liées à des moins-values gigantesques dues aux abaissements des notes et des prix sur les titres et les produits dérivés; d'autre part, elles se retrouvent en manque de liquidité par l'effet de "*credit crunch*" — l'impossibilité d'avoir recours aux emprunts sur les marchés secondaire ou interbancaire puisque les acteurs ont cessé certaines activités de refinancement. Pour compléter cette image, on y superpose les exigences de la réglementation de Bâle II et de Solvency I et II sur les capitaux économiques et les marges de solvabilité.

Au niveau européen, la première victime de la crise est IKB Deutsche Industriebank. En juillet 2007, il s'avère que la banque détient dans son actif un SIV (*Structured Investment Vehicle*) nommé Havenrock principalement investi dans les *subprimes* américains. Le gouvernement allemand en collaboration avec d'autres banques doit couvrir en urgence des pertes d'IKB à concurrence de 350 millions d'euros. Le sauvetage ultérieur de cette banque aura coûté au final 3,5 milliards d'euros au contribuable allemand.

⁷ Michel G. Crouhy, Robert A. Jarrow and Stuart M. Turnbull (2007), *The subprime credit crisis of 2007*, working paper, SSRN-network.

⁸ P. Artus, J.-P. Batbèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, La Documentation Française, Paris, 2008.

Die verslechtering van de toestand lokte een bruske reactie uit bij de ratingagentschappen. De financiële crisis barstte werkelijk los door een reeks verlagingen van de *ratings*. Die verlagingen deden zich voor bij een geheel van aan hypotheekleningen (meer bepaald de *subprime*-leningen) gekoppelde producten van financiële instellingen. Zo verlaagden Moody's, Standard & Poor's en Fitch, in de periode tussen juni en augustus 2007, elk hun *ratings* voor obligaties en voor met hypotheek gedekte effecten. Sommige van die effecten hadden een Aaa-*rating*⁷.

De ratingverlagingen lokten bijgevolg beschermingsmaatregelen uit die inherent zijn aan de markten voor geëffectiseerde producten. Als resultaat daarvan stegen kennelijk de *spreads* (de verschillen tussen de percentages) voor aan woningkredieten gekoppelde effecten, als weerspiegeling van de perceptie dat de beleggers meer risico liepen. Tegelijkertijd reageerde de ruimere markt nog strikter: de beleggers wilden de "woningkredietmachine" niet langer financieren. Bijgevolg daalden de verhandelde volumes en de marktprijzen van die producten fors⁸.

Uiteindelijk verkeerden de banken die aan effectivering hadden gedaan in een bijzonder precare situatie. Enerzijds zagen zij zich genooddaakt verliezen te boeken in verband met gigantische waardeverminderingen wegens de daling van de *ratings* en van de prijzen voor effecten en afgeleide producten; anderzijds hadden zij te kampen met een liquiditeitstekort ingevolge de "*credit crunch*", met name de onmogelijkheid terug te vallen op leningen op de secundaire of interbancaire markt, aangezien die spelers bepaalde herfinancieringsactiviteiten hadden stopgezet. Ter vervollediging van het plaatje zij ook nog gewezen op de voorwaarden die tegelijkertijd inzake economische kapitalen en solvabiliteitsmarges van kracht zijn op grond van de regelgeving die is vervat in Bazel II alsook Solvency I en II.

Het eerste Europese slachtoffer van de crisis was IKB Deutsche Industriebank. In juli 2007 bleek dat de activa van de bank een SIV (*Structured Investment Vehicle*) omvatte, Havenrock genaamd, dat hoofdzakelijk was geïnvesteerd in Amerikaanse *subprime*-producten. In samenwerking met andere banken moest de Duitse regering dringend de verliezen van IKB bijpassen ten belope van 350 miljoen euro. De daaropvolgende reddingsoperatie voor die bank zou de Duitse belastingbetaler uiteindelijk 3,5 miljard euro kosten.

⁷ Michel G. Crouhy, Robert A. Jarrow and Stuart M. Turnbull (2007), *The subprime credit crisis of 2007*, working paper, SSRN-network.

⁸ P. Artus, J.-P. Batbèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, La Documentation Française, Paris, 2008.

Le 13 septembre 2007 une autre banque, cette fois britannique, Northern Rock se voit sauvée par la *Bank of England*. Northern Rock était une banque dont les prêts hypothécaires constituaient une partie importante de son portefeuille d'actifs. Avec relativement peu de clients déposants, elle se finançait principalement sur les marchés financiers⁹. Une fois que ceux-ci se sont bloqués, le problème de la liquidité insuffisante passe en premier plan. Cinq mois plus tard la banque doit finalement être nationalisée par la *Bank of England*.

Le cas Northern Rock, malgré le fait que la banque n'a pas en tant que telle une taille critique sur le marché anglais, marque les esprits: les images des déposants faisant la file pour retirer leur argent font le tour du monde, et rappellent le "*bank run*" qui avait eu lieu lors de la crise de 1929. Ces réminiscences font plus de mal sur les marchés que le poids réel de Northern Rock, car dès ce moment la crainte d'une panique bancaire se répand à travers le secteur financier mondial, minant la confiance aussi bien dans la population que chez les banques elles-mêmes. L'opinion générale peut se résumer ainsi:

"si un établissement financier est confrontée à un tel bank run, mêmes les meilleurs indicateurs de solvabilité ou de liquidité ne peuvent aller à l'encontre d'un tel raz-de-marée, imprévisible et incontrôlable."

Les turbulences sur les marchés financiers et la cascade des faillites et des pertes successives des grandes institutions financières et hypothécaires nécessitent finalement une intervention des banques centrales. Le 12 décembre 2007, la Banque Centrale Européenne (BCE), la Fed, la Bank of Canada et la Banque Nationale Suisse annoncent conjointement des mesures spécifiquement prises dans le but de contrer les pressions existantes sur les marchés de financement à court terme. Cette intervention se mesure à concurrence de 90 milliards USD. Parallèlement, la BCE injecte quelques 500 milliards USD dans le système financier le 18 décembre de la même année. Cependant, le marché ne se satisfait pas de ces mesures. Ainsi, les banques centrales continuent à surveiller et intervenir sur les marchés financier et interbancaire tout le long de l'année 2008.

En attendant, nous pouvons faire coïncider la fin de la première période de la crise avec la faillite de la banque Bear Stearns. Suite aux difficultés rencontrées

⁹ "Q&A: Northern Rock crisis", BBC news, 16/09/2007, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6994160.stm#anchor> - accédé le 19/07/2009.

Op 13 september 2007 werd een andere bank, ditmaal de Britse Northern Rock, gered door de *Bank of England*. Een groot deel van de activaportefeuille van Northern Rock bestond uit hypotheekleningen. Aangezien ze slechts relatief weinig depositohouders als klant had, financierde zij zich hoofdzakelijk op de financiële markten⁹. Zodra die financiële markten vastliepen, werd het vraagstuk van de ontoereikende liquide middelen het belangrijkste knelpunt. Vijf maanden later moest de *Bank of England* die bank uiteindelijk nationaliseren.

Hoewel het geval van de bank Northern Rock op de Engelse markt als dusdanig door zijn omvang geen kritische massa in de weegschaal legde, is het wel in het geheugen van de mensen gegrift: de beelden van de depositohouders die in de rij stonden om hun geld af te halen, zijn de wereld rondgegaan, en herinneren aan de "*bank run*" die tijdens de crisis van 1929 plaatshad. Die reïminiscenties brachten de markten meer schade toe dan het werkelijke gewicht van Northern Rock, want vanaf dan verspreidde de vrees voor een bancaire paniek zich wereldwijd over de financiële sector, hetgeen het vertrouwen van de bevolking én de banken zelf ondermijnde. De algemene opinie valt als volgt samen te vatten:

"als één bank met een dergelijke *bank run* te kampen heeft, dan kunnen zelfs de beste solvabiliteits- of liquiditeitsindicatoren niet op tegen een dergelijke onvoorzienbare en oncontroleerbare vloedgolf".

De turbulenties op de financiële markten alsook de stortvloed aan faillissementen en de opeenvolgende verliezen van de grote financiële en hypotheekinstellingen vergden uiteindelijk een interventie van de centrale banken. Op 12 december 2007 kondigden de Europese Centrale Bank (ECB), de *Federal Reserve*, de *Bank of Canada* en de *Schweizerische Nationalbank* gezamenlijk maatregelen aan die er specifiek toe strekten de bestaande druk op de markten voor kortetermijnfinanciering tegen te gaan. Die interventie werd geraamd op 90 miljard USD. Tegelijkertijd pompte de ECB op 18 december van datzelfde jaar ongeveer 500 miljard USD in het financiële systeem. Voor de markt zijn die maatregelen evenwel ontoereikend. Aldus bleven de centrale banken gedurende het volledige jaar 2008 toezien en optreden op de financiële en de interbancaire markt.

In afwachting kan men het einde van de eerste fase van de crisis laten samenvallen met het faillissement van de bank Bear Stearns. Na de moeilijkheden waar-

⁹ "Q&A: Northern Rock crisis", BBC news, 16/09/2007, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6994160.stm#anchor> - bekeken op 19/07/2009.

par les deux *hedge funds* susmentionnés, la banque, pour la première fois depuis 80 ans, annonce des pertes en décembre 2007. Le montant total s'élève à 854 millions USD dont des moins-values totales à concurrence de 1,9 milliard USD sur ses participations hypothécaires. La société se retrouve insolvable ce qui se finalise par un rachat par JPMorgan Chase en mars 2008. Mais même la puissante JPMorgan a dû avoir recours à un emprunt auprès de la Fed à concurrence de 30 milliards USD pour effectuer cette opération. Après une série de négociations, portant notamment sur la garantie octroyée par la Fed sur le portefeuille de produits structurés de Bear Stearns à hauteur de 30 milliards USD, les conditions de rachat se concrétisent par un prix final offert par JPMorgan s'élevant à 2 USD par action, soit même pas la valeur immobilière du siège de la banque à New York. Ceci marque la fin de cette institution de plus de quatre-vingts ans d'existence. À ce moment précis, Dick Fuld, le CEO de Lehman Brothers, adopte une posture rassurante et annonce que la situation de sa banque est incomparablement meilleure que celle de Bear Stearns: d'après lui, les mesures exceptionnelles prises par la Fed marquent la fin des problèmes de liquidité dans le secteur...

1.3 Période du 17 mars 2008 au 15 septembre 2008

Avec la faillite de *Bear Stearns* commence la deuxième période de la crise financière et économique. Il est remarquable de constater que la situation économique semble se calmer durant les premiers mois de l'été 2008, mais comme l'histoire l'a montré par la suite, ce n'était que le calme avant la tempête¹⁰. Néanmoins, on observe malgré cette apparente accalmie que quelques banques, telles *Duesseldorfer Hypothekenbank* (Allemagne), *IndyMac BankCorp* (États-Unis) éprouvent des difficultés majeures et ne sont pas à même de poursuivre leurs activités en raison de la situation contraignante sur les marchés financiers, dont elles se servaient dans le but de refinancer leurs actifs. Le groupe *Alliance & Leicester* (Royaume-Uni) se fait quant à lui reprendre par la banque espagnole *Banco Santander* également suite à des problèmes de financement.

Au niveau belge nous constatons, durant cette période, un abaissement de notations effectué par les agences de notation durant cette période. Il s'agit des groupes *Ethias*, *KBC*, *Dexia* et *Fortis*.

¹⁰ Rapport annuel de la BNB 2008, p. 8.

mee beide bovenvermelde *hedge funds* te kampen kregen, kondigde de bank in december 2007 voor het eerst in 80 jaar verliezen aan. Het totaalbedrag beliep 854 miljoen USD, met in totaal voor 1,9 miljard USD aan waardeverminderingen op haar participaties in hypotheekleningen. De bank verloor haar solventie, wat er in maart 2008 ten slotte toe leidde dat JPMorgan Chase haar opkocht. Om die operatie rond te krijgen, moest echter zelfs het machtige JPMorgan terugvallen op een lening bij de *Federal Reserve* ten belope van 30 miljard USD. Na een reeks onderhandelingen, met name over de garantie die de *Federal Reserve* toekende op *Bear Stearns'* portefeuille aan gestructureerde producten *a rato* van 30 miljard USD, kregen de overnamevoorwaarden concreet vorm in de door JPMorgan geboden uiteindelijke prijs van 2 USD per aandeel, wat nog niet eens overeenstemt met de vastgoedwaarde van de zetel van de bank in New York. Dat betekende het einde van die meer dan 80 jaar oude instelling. Precies op dat ogenblik nam CEO Dick Fuld van Lehman Brothers een geruststellende houding aan met de aankondiging dat zijn bank er onvergelijkelijk beter voorstond dan *Bear Stearns*: volgens hem luidden de uitzonderlijke maatregelen die de *Federal Reserve* had genomen het einde in van de liquiditeitsmoeilijkheden in de sector...

1.3 Periode tussen 17 maart 2008 en 15 september 2008

Met het faillissement van *Bear Stearns* begon de tweede fase van de financiële en economische crisis. Het is opmerkelijk hoe de economische toestand de eerste zomermaanden van 2008 tot rust scheen te komen, maar zoals de feiten vervolgens hebben aangetoond, was het louter stilte vóór de storm¹⁰. Ondanks die schijnbare rustperiode kampten enkele banken, zoals *Düsseldorfer Hypothekenbank* (Duitsland) en *IndyMac BankCorp* (Verenigde Staten), met ernstige moeilijkheden, en waren zij niet bij machte hun activiteiten voort te zetten, wegens de precaire toestand op de financiële markten waar zij een beroep op deden om hun activa te herfinancieren. De *Alliance & Leicester*-groep (Verenigd Koninkrijk) werd na financieringsmoeilijkheden overgenomen door de Spaanse *Banco Santander*.

In België daalden in die periode de door de ratingagentschappen toegekende *ratings*. Het ging om de groepen *Ethias*, *KBC*, *Dexia* en *Fortis*.

¹⁰ Jaarverslag van de NBB 2008, p. 8.

Les conditions de marché et le contexte économique se détériorent brutalement en août 2008 lorsque les acteurs financiers commencent à ressentir des inquiétudes sérieuses vis-à-vis de la santé financière des deux agences publiques de refinancement hypothécaire américaines: Fannie Mae et Freddie Mac¹¹. Les pertes successives sur le portefeuille de créances de ces deux institutions suite à l'effondrement du marché hypothécaire américain déclenchent finalement la nécessité d'un refinancement par l'état. Le 6 septembre 2008, le secrétaire Américain au trésor Henry Paulson annonce la reprise de ces deux sociétés par la *Federal Housing Finance Agency*. Il est important de préciser que ces deux institutions gouvernementales détenaient ou garantissaient des participations hypothécaires à concurrence de 5 trillions USD (cinq mille milliards). Non seulement l'État américain reprend-il le contrôle de Fannie et Freddie mais, en outre, il injecte de la liquidité additionnelle pour une intervention totale qui s'élève à 200 milliards USD.

Cette rupture importante provoque à nouveau une situation instable et une pression supplémentaire sur le marché financier. Après les annonces concernant Fannie Mae et Freddie Mac, l'attention est portée sur les grandes banques d'investissement. "Première" victime — Merrill Lynch (ML), le *broker* le plus grand et réputé au monde. Les difficultés de la banque commencent depuis l'éruption de la crise en 2007. Ainsi, dès le 24 octobre 2007, la société avait stupéfié le marché en annonçant une dépréciation (*write-down*) de 8.4 milliards USD investis dans les *subprimes*. Le 17 janvier 2008, la banque dévoile que le trimestre écoulé a été le plus désastreux depuis sa création: les dépréciations totales liées aux prêts hypothécaires s'élèvent à 16 milliards USD. Cependant, l'histoire ne s'arrête pas là: en avril 2008, ML licencie 4 000 employés (précisément 10 % de son personnel) après avoir reconnu des pertes de 24 milliards USD supplémentaires. Troublé par la nervosité des investisseurs et le "*credit crunch*" suite aux faillites techniques de Fannie Mae et Freddie Mac, ML se voit dans l'impossibilité de poursuivre ses activités et est reprise par *Bank of America* pour un montant de 50 milliards USD le 15 septembre 2008.

Mais le séisme décisif n'est pas encore celui-là. Le rachat de ML force une autre banque, *Lehman Brothers* ("Lehman"), à déposer une demande de concordat. Plus précisément, c'était Lehman qui, faisant face à des difficultés financières inextricables, avait approché *Bank of America* (BoA) en vue d'une reprise. Cependant, le

De marktvoorwaarden en de economische situatie verslechterden plots in augustus 2008, toen de financiële spelers zich ernstig zorgen begonnen te maken over de financiële capaciteit van de twee Amerikaanse openbare agentschappen voor de herfinanciering van hypothecaire leningen, met name Fannie Mae en Freddie Mac¹¹. Wegens de opeenvolgende verliezen op de schuldvoorderingsportefeuille van die twee instellingen na de ineensstorting van de Amerikaanse hypotheekmarkt moest de Staat uiteindelijk met herfinanciering over de brug komen. Op 6 september 2008 kondigde Henry Paulson, de *United States Treasury Secretary* (m.a.w. de minister van Financiën) aan dat die twee vennootschappen werden overgenomen door de *Federal Housing Finance Agency*. Het is belangrijk te preciseren dat die twee regeringsinstellingen participaties in hypotheek bezaten of garandeerden *a rato* van 5 biljoen USD (vijfduizend miljard of 5 Amerikaanse *trillions*). De Amerikaanse Staat nam niet alleen de controle over Fannie Mae en Freddie Mac over, maar pompte in de instellingen bovendien bijkomende liquide middelen voor een totaalbedrag van 200 miljard USD.

Die belangrijke ommekeer veroorzaakte opnieuw een labiele situatie en zette extra druk op de financiële markt. Na de aankondigingen over Fannie Mae en Freddie Mac verschoof de aandacht naar de grote investeringsbanken. Het "eerste" slachtoffer was Merrill Lynch (ML), de grootste en meest bekende *broker* ter wereld. De moeilijkheden van de bank begonnen nadat de crisis in 2007 was uitgebroken. Zo had de vennootschap de markt op 24 oktober 2007 met verstomming geslagen door een afwaardering (*write-down*) van 8.4 miljard USD aan te kondigen op investeringen die zij had gedaan in *subprimes*. Op 17 januari 2008 maakte de bank bekend dat het afgelopen kwartaal het meest rampzalige sinds haar oprichting was geweest: de totale afwaarderingen in verband met hypotheekleningen bedroegen 16 miljard USD. Daarmee was het echter nog niet afgelopen; in april 2008 ontsloeg ML 4 000 werknemers (precies 10 % van haar personeel), nadat ze had toegegeven nog eens 24 miljard USD extra verliezen te hebben geleden. Ontredderd door de zenuwachtigheid bij de beleggers en door de "*credit crunch*" na de technische faillissementen van Fannie Mae en Freddie Mac, was ML niet bij machte haar activiteiten voort te zetten; ML werd op 15 september 2008 door de *Bank of America* overgenomen voor een bedrag van 50 miljard USD.

Dat was echter nog niet de kritieke aardverschuiving. De overname van ML dwong een andere bank, *Lehman Brothers* (kortweg ook "Lehman" genoemd) een gerechtelijk akkoord aan te vragen. Meer bepaald Lehman, die met onoplosbare financiële moeilijkheden kampte, had de *Bank of America* (BoA) benaderd met het oog op

¹¹ BNB, rapport annuel 2008, p. 9.

¹¹ NBB, jaarverslag 2008, p. 9.

fait que BoA a finalement porté son dévolu sur Merrill Lynch met Lehman dans une situation où la nationalisation ou la liquidation devient inévitable. L'État américain refuse de sauver Lehman¹², c'est donc au tour de Barclays de racheter certaines activités de la banque pour 1,75 milliard USD. Le fait que Barclays a attendu le dernier moment, notamment le dépôt du dossier de concordat lui a permis d'acheter uniquement les parties de Lehman auxquelles elle était intéressée.

Pourquoi le Trésor américain n'est-il pas venu à la rescousse de Lehman Brothers à l'instar de l'effort qu'il avait fourni pour Bear Stearns quelques mois auparavant? Au-delà d'éventuels conflits d'ego qui ne seront jamais vérifiés, deux grandes explications peuvent être apportées. D'abord, comme l'a suggéré Henry Paulson, les autorités désiraient "faire un exemple" pour cesser toute tentation d'aléa moral, bien connu dans le domaine de la gestion bancaire, associé au sentiment d'être "*too big to fail*" et d'ainsi s'assurer l'impunité dans la prise de risque. Le gouvernement pensait — à tort comme on a pu le constater — que le "fusible" Lehman pouvait sauter sans mettre en danger tout le système financier, et ainsi donner un dernier avertissement aux opérateurs financiers pour qu'ils se ressaisissent. Ensuite, le Trésor et la Fed avaient simultanément un autre problème autrement plus grave à traiter. En effet, simultanément à l'implosion de Lehman Brothers, le marché apprend l'existence d'une troisième grande victime de la crise financière. Cette fois-ci, il s'agit du plus grand assureur/réassureur du monde, AIG. La nouvelle frappe le soir du 15 septembre 2008 lorsque les agences de notation Standard & Poor's, Fitch et Moody's baissent les notations de AIG. Ces abaissements sont la conséquence de l'assurance des obligations liées aux prêts hypothécaires souscrite par AIG. La dégradation des notations a déclenché des clauses contractuelles auxquelles est soumise la compagnie, provoquant un besoin de liquidités immédiat et non-anticipé à concurrence de quelques 15 milliards USD de "*collateral*" supplémentaire afin de satisfaire des clients et des partenaires.

AIG, un véritable géant international, présent dans 130 pays du monde avec plus de 100 000 employés, a rencontré des problèmes depuis le début 2008. Durant les six premiers mois de l'année 2008, l'assureur a déjà perdu 13,2 milliards USD suite à la dépréciation des valeurs des titres liés aux prêts hypothécaires et CDO qu'AIG détenait dans son portefeuille. Mais le dernier coup de boutoir des agences de notation a plongé la

¹² La presse a imputé une partie de l'échec des négociations aux relations personnelles tendues entre Dick Fuld, CEO de Lehman Brothers, et Henry Paulson. Il n'y aura évidemment jamais la moindre preuve de ces supputations.

een overname. Aangezien de BoA echter voor Merrill Lynch had geopteerd, belandde Lehman in een situatie waarin nationalisering of vereffening onvermijdelijk was. De Amerikaanse Staat weigerde Lehman te redden¹², en dus was het de beurt aan Barclays om voor 1,75 miljard USD sommige activiteiten van de bank over te nemen. Doordat Barclays het allerlaatste moment afwachtte, met name tot de indiening van het dossier om een gerechtelijk akkoord aan te vragen, kon zij alleen de delen overnemen die haar interesseerden.

Waarom is het Amerikaanse departement Financiën Lehman Brothers niet te hulp gekomen met inspanningen zoals ze die enkele maanden eerder ook voor Bear Stearns had geleverd? Afgezien van mogelijk botsende ego's, iets wat nooit zal worden nagegaan, kunnen daarvoor twee belangrijke verklaringen worden gegeven. Zoals Henry Paulson suggereerde, wilde de overheid in de eerste plaats "een voorbeeld stellen" om elke, in het bankmanagement welbekende neiging tot "*moral hazard*" af te blokken dat samengaat met het gevoel "*too big to fail*" te zijn, zodat de betrokkenen ongestraft met dat risicogedrag zouden weggelaten. De regering dacht — ten onrechte, zoals is gebleken — dat de Lehman-"zekering" kon doorslaan zonder het hele financiële systeem in gevaar te brengen, en zo de financiële spelers een laatste waarschuwing te geven om hen ertoe aan te zetten zich te herpakken. Voorts moesten Financiën en de *Federal Reserve* tegelijkertijd ook nog een veel ernstiger knelpunt aanpakken. Tegelijk met de implosie van Lehman Brothers vernam de markt immers dat er nog een derde groot slachtoffer van de crisis was: AIG, de grootste verzekeraar/herverzekeraar ter wereld. Het nieuws sloeg op 15 september 2008 's avonds in als een bom, toen de ratingagentschappen Standard & Poor's, Fitch en Moody's de *ratings* van AIG verlaagden. Die verlagingen waren het gevolg van de door AIG verstrekte verzekering van de aan hypotheekleningen gekoppelde obligaties. Die lagere *ratings* leidden tot de toepassing van de voor de maatschappij geldende contractuele bedingen, waardoor onmiddellijk en onverwacht nood was aan ongeveer 15 miljard USD bijkomende "*collateral*" om aan klanten en partners tegemoet te komen.

AIG, internationaal gezien een echte gigant die in 130 landen ter wereld aanwezig is met meer dan 100 000 werknemers, kreeg vanaf begin 2008 te kampen met moeilijkheden. Tijdens de eerste zes maanden van dat jaar verloor de verzekeraar al 13,2 miljard USD ingevolge de afwaardering van de aan hypotheekleningen gekoppelde effecten en van CDO's welke AIG in portefeuille had. De laatste uithaal van de ratingagent-

¹² De pers wijt de mislukking van de onderhandelingen ten dele aan de gespannen betrekkingen tussen Lehman-CEO Dick Fuld en Henry Paulson. Van die veronderstellingen zal uiteraard echter nooit ook maar enig bewijs worden geleverd.

société dans des difficultés insurmontables. Dès lors, l'assureur se voit sauvé par le gouvernement Américain et la *Fed* qui prennent des mesures d'urgence: un prêt à concurrence de 85 milliards USD est accordé à la société pour faire face à ses besoins de liquidité.

Avec l'effondrement des deux banques d'investissement et le sauvetage du premier assureur mondial, la crise quitte définitivement le cadre des produits structurés basés sur les créances hypothécaires, et prend un caractère systémique. La panique se propage telle une traînée de poudre sur les marchés financiers et fait immédiatement deux nouvelles victimes aux États-Unis, Washington Mutual et Wachovia.

1.4 Période du 16 septembre 2008 au 12 décembre 2008

Les événements des 15 et 16 septembre marquent le début d'une troisième période de la crise financière, qui commence à devenir économique. Après les séismes sur le marché américain, c'est au tour de l'Europe d'en ressentir l'onde de choc.

Les difficultés de Merrill Lynch et AIG mais surtout la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis, qui surviennent alors que les marchés interbancaires se situaient déjà dans une zone de turbulences depuis l'été 2007, rappellent brutalement aux opérateurs la notion de "risque de contrepartie": du jour au lendemain, une transaction ordinaire sur les marchés dérivés peut être dénoncée unilatéralement et sans recours par le défaut de la contrepartie. Il se superpose donc au risque de crédit "ordinaire" qui s'applique directement aux dettes. Toute transaction entre banques est désormais comme à risque. Logiquement, les banques qui se finançaient sur les marchés financiers et interbancaires se retrouvent en difficulté. Cette rupture brutale est illustrée par le graphique ci-dessous, qui reprend l'écart de taux entre les prêts interbancaires, estimés par le *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), les opérations de repo (accords de rachat ou "*repurchase agreement*") sur titres du Trésor Américain, estimés par l'*Overnight Index Swap* (OIS). Après avoir fluctué une année durant à des niveaux inhabituels, cet écart ("*spread*") explose soudain pour culminer au-delà de 350 points de base (*basis points*), soit une prime de risque supérieure à 3,5 %, du jamais vu sur le marché interbancaire.

schappen plaatste het bedrijf echter voor onoverkomelijke moeilijkheden. De verzekeraar werd dan ook gered dankzij noodmaatregelen van de Amerikaanse regering en de *Federal Reserve*, die de vennootschap een lening van 85 miljard USD toekenden om aan haar liquiditeitsbehoeften tegemoet te komen.

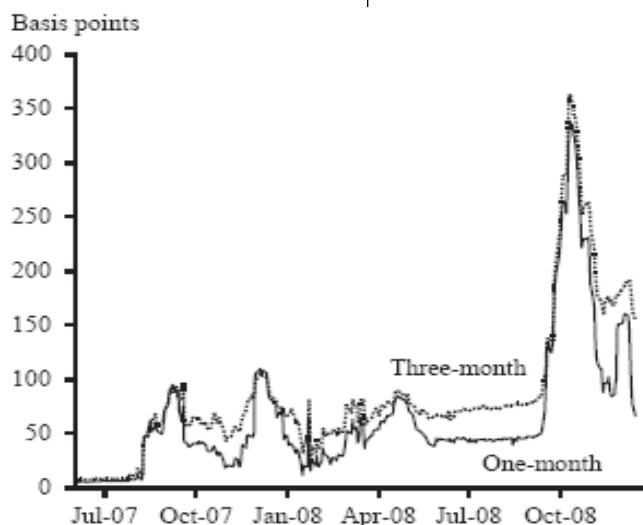
Met de teloorgang van de twee investeringsbanken en de redding van 's werelds belangrijkste verzekeraar oversteeg de crisis definitief het kader van de op hypothecaire schuldvorderingen gestoelde gestructureerde producten. De crisis wordt een systeemcrisis. De paniek greep om zich heen op de financiële markten, waarna in de Verenigde Staten onmiddellijk twee nieuwe slachtoffers vielen, Washington Mutual en Wachovia.

1.4 Periode tussen 16 september 2008 en 12 december 2008

De gebeurtenissen op 15 en 16 september luiden het begin in van een derde fase in de financiële crisis, die economisch begon te worden. Na de aardverschuivingen op de Amerikaanse markt begon nu ook Europa de schokgolf ervan te ondervinden.

Niet alleen de moeilijkheden van Merrill Lynch en AIG maar vooral ook het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten, welke zich voordeden op een ogenblik dat de interbankenmarkt zich al sinds de zomer van 2007 in woelig vaarwater bevond, herinnerden de markspelers ruw aan het begrip "tegenpartijrisico": plots kon een gewone transactie op afgeleide producten eenzijdig, zonder enige beroepsmogelijkheid worden opgezegd omdat de tegenpartij afhaakte. Dat risico kwam dus bovenop het "gewone" kredietrisico dat rechtstreeks op schulden van toepassing is. Voortaan was elke transactie tussen banken een risicovolle verrichting. Het is dan ook logisch dat de banken die zich op de financiële en interbancaire markten financierden in moeilijkheden raakten. Die plotse ommezwaai wordt geïllustreerd door de onderstaande grafiek, die het renteverskil weergeeft tussen enerzijds de raming volgens de *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) voor transacties tussen banken onderling, en anderzijds de raming volgens de *Overnight Index Swap* (OIS) voor repo-verrichtingen (retrocessie-overeenkomsten of "*repurchase agreements*") op "*United States Treasury Securities*". Nadat dat verschil (de zogenaamde "*spread*") een jaar lang rond abnormale niveaus had geschommeld, steeg het plots pijlsnel om boven 350 basispunten (*basis points*) uit te komen, wat neerkomt op een voor de interbankenmarkt ongeziene risicopremie van meer dan 3,5 %.

Écart de taux d'intérêt entre le LIBOR et l'Overnight Index Swap (OIS)



Source: *Federal Reserve Bank of San Francisco*

Ainsi, l'une des premières victimes de la période "post-Lehman" est la banque britannique HBOS. HBOS, l'un des acteurs majeurs sur le marché hypothécaire anglais, comptait sur les marchés financiers afin de financer ses activités dans une proportion de 55 % de ses ressources. Comme l'a précisé l'agence de notation Standard & Poor's en réduisant la notation de la banque, le risque de crédit de l'institution au vu de la situation sur le marché s'est accru à cause du déséquilibre entre les capitaux venant du marché financier et les capitaux venant des déposants. Une conséquence directe de la chute des marchés américains et du "credit crunch", consistait donc en la dépréciation majeure des actions (-21.7 % d'après BBC le 15 septembre 2008) de HBOS sur le marché britannique.

Pour alléger la pression sur les marchés financiers les banques centrales européennes (la BCE, la *Bank of England*, la banque nationale suisse) et la *Fed* initiaient un effort conjoint à partir du 18 septembre 2008. Cette période se caractérise par un arrêt quasi total du marché interbancaire. Dans ces conditions, les banques centrales décident conjointement de renforcer ce marché par le biais de "currency swap lines" à concurrence de 180 milliards USD. Certaines banques (la Bank of England) ont élargi, par la suite, leurs fournitures de liquidité dans le cadre de cette mesure.

Rentevoetverschil tussen de LIBOR en de Overnight Index Swap (OIS)

Bron: *Federal Reserve Bank of San Francisco*

Een van de eerste slachtoffers van het "post-Lehman"-tijdperk werd aldus de Britse bank Halifax Bank of Scotland (HBOS). HBOS, een van de belangrijkste spelers op de Engelse hypotheekmarkt, rekende op de financiële markten om haar activiteiten voor 55 % van haar totale middelen te financieren. Zoals rating-agentschap Standard & Poor's heeft aangestipt door de *rating* van de bank te verlagen, was het kredietrisico van de instelling, gelet op de marktsituatie, gestegen wegens de onbalans tussen de van de financiële markt afkomstige kapitalen en de van depositogevers afkomstige kapitalen. Een rechtstreeks gevolg van de ineenstorting van de Amerikaanse markten en van de "credit crunch", was dus een forse waardedaling van de HBOS-aandelen op de Britse markt (volgens de BBC -21.7 % op 15 september 2008).

Om de druk op de financiële markten te verlichten, begonnen de Europese centrale banken (de ECB, de *Bank of England* en de *Schweizerische Nationalbank*) alsook de *Federal Reserve* vanaf 18 september 2008 een gezamenlijke inspanning te leveren. Die periode werd gekenmerkt door een vrijwel helemaal stilgevallen interbancaire markt. In die omstandigheden beslisten de centrale banken gezamenlijk om die markt te versterken via "currency swap lines" ten belope van 180 miljard USD. Sommige banken (*in casu* de Bank of England) hebben vervolgens hun liquiditeitsverstrekking uitgebreid in het kader van die maatregel.

Le 18 septembre, il reste encore une semaine avant que le secteur financier Belge ne soit atteint par un premier choc d'importance — Fortis. Dans le même temps une autre banque, cette fois britannique — RBS (Royal Bank of Scotland), voit ses actions plonger brutalement à la fin du mois de septembre 2008. Rappelons que RBS fait partie du consortium avec Fortis et Santander, constitué en vue de l'acquisition d'ABN Amro. Les problèmes du groupe financier belge se répercutent ainsi sur la position de RBS. Malgré l'annonce de RBS tentant d'expliquer que les problèmes de Fortis n'affectent pas les activités de RBS, les investisseurs n'en sont pas convaincus. Sur ce vient s'ajouter la dégradation de la notation par S&P, augmentant le coût de financement. Pour pallier ses difficultés qu'elle pense temporaires, la banque procède à une augmentation de capital à concurrence de 12 milliards GBP. Malheureusement, malgré ces efforts, la stabilité de la banque reste insuffisante, et RBS finit par être repris par le gouvernement anglais qui va, dès lors, détenir 58 % du capital. Parmi les victimes suivantes de la crise, nous trouvons les groupes financiers Dexia, KBC et Ethias.

Les exemples présentés ci-dessus illustrent le grand maelström résultant des problèmes financiers des grands acteurs du marché. Il est important de remarquer que la crise financière ne s'est pas arrêtée sur les banques susmentionnées. Bien au contraire, d'autres pays comme par exemple l'Islande, l'Autriche, le Royaume Uni et l'Allemagne ont dû, chacun à leur tour, faire face à des problèmes majeurs du secteur bancaire. Notons également le rôle du capital injecté ou des garanties octroyées par les pouvoirs publics très important, sans lesquels les séquelles et les répercussions auraient sûrement été davantage désastreuses encore.

Après cette série de problèmes bancaires et d'assurance suivie par des actions publiques tant au niveau national (les banques centrales, les pouvoirs publics) qu'au niveau européen (la Banque Centrale Européenne), la conjoncture financière et économique semble se calmer. Néanmoins, un dernier coup de massue porté sur l'industrie financière mondiale se produit aux États-Unis lorsque le marché financier prend connaissance de la faillite, pour cause de fraude interne, de Bernard Madoff. La nouvelle éclate le 12 décembre, lorsque Madoff se fait arrêter, accusé de gérer une pyramide financière. Les autorités américaines identifient rapidement que cette construction est en fait un "schéma de Ponzi". Elle consiste à contenter les investisseurs par un rendement élevé généré par des rentrées financières provenant de la souscription des investisseurs ultérieurs. D'après Reuters, la fraude

Op 18 september restte er nog één week vooraleer de Belgische financiële sector door een eerste grote schok — Fortis — werd getroffen. In diezelfde periode (eind september 2008) zag een andere bank, ditmaal de Britse Royal Bank of Scotland (RBS) haar aandelen plots dalen. Er moet aan worden herinnerd dat RBS deel uitmaakte van het consortium met Fortis en Santander, dat was opgericht met het oog op de verwerving van ABN Amro. Zo hadden de moeilijkheden van de Belgische financiële groep een weerslag op de positie van de RBS. Ondanks de aankondiging van RBS waarmee zij probeerde uit te leggen dat de moeilijkheden bij Fortis niet nadelig waren voor de activiteiten van RBS, waren de beleggers daar geenszins van overtuigd. Daarbij kwam nog de afkalvende *rating* van S&P, wat de financieringskosten opdreef. Om haar moeilijkheden (welke de bank als tijdelijk beschouwde) te verhelpen, ging de bank over tot een kapitaalverhoging met 12 miljard GBP. Ondanks die inspanningen bleef de stabiliteit van de bank jammer genoeg echter ontoereikend, en uiteindelijk werd RBS overgenomen door de Britse overheid, die vanaf dan 58 % van het kapitaal bezat. De volgende slachtoffers van de crisis waren onder meer de financiële groepen Dexia, KBC en Ethias.

De hier aangehaalde voorbeelden illustreren de enorme maalstroom die op gang kwam wegens de financiële moeilijkheden van de grote marktspelers. Het is belangrijk erop te wijzen dat de financiële crisis niet beperkt bleef tot bovenvermelde banken. Wel integendeel: ook andere landen zoals IJsland, Oostenrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland hebben elk het hoofd moeten bieden aan ernstige moeilijkheden in de banksector. Voorts zij gewezen op de zeer belangrijke rol van het kapitaal dat de overheid in de banken heeft gepompt dan wel de garanties die zij heeft toegekend. Bij ontstentenis daarvan zouden de gevolgen en re-percussies ongetwijfeld nog rampzaliger zijn geweest.

Na die reeks moeilijkheden in het bank- en financie-wezen, die werden gevolgd door overheidsinterventies op nationaal vlak (de centrale banken, de overheid) en internationaal vlak (de Europese Centrale Bank), scheen de financiële en economische conjunctuur te bedaren. Toch kreeg het wereldwijde financiële bedrijf alsnog een mokerslag te verwerken in de Verenigde Staten, toen de financiële markt er kennis van nam dat Bernard Madoff wegens interne fraude failliet was gegaan. Dat schokkende nieuws raakte bekend op 12 december, toen Madoff werd aangehouden op beschuldiging van het opzetten van een financiële piramideconstructie. De Amerikaanse overheid kwam al spoedig tot het inzicht dat het om een zogenaamd "Ponzi-schema" ging. Een dergelijke constructie bestaat erin de beleggers te bedienen met een hoog rendement dat wordt gegenereerd uit nieuwe financiële inkomsten die afkomstig zijn van andere beleggers die zich nadien

peut être estimée à 50 milliards USD. Cette affaire est particulièrement remarquable puisqu'elle provoque également des pertes importantes de grandes institutions financières mondiales qui ont investi dans ce fonds. Ainsi, Banco Santander (Espagne) perd 2,8 milliards USD, Bank Medici (Autriche) – 2,1 milliards USD, Fortis Nederland – 1,35 milliards USD, HSBC – 1 milliard USD, Natixis SA (France) – plus de 554 millions USD et la liste continue.

2. Caractéristiques particulières de Dexia

2.1 Faits marquants antérieurs aux interventions

2.1.1 Acquisition de FSA

Les problèmes financiers qu'a connus Dexia au cours du deuxième semestre de l'année 2008 sont principalement dus aux difficultés de sa filiale *Financial Security Assurance* (FSA) aux États-Unis. L'activité de FSA, l'un des principaux rehausseurs de crédit au monde, consiste à protéger les investisseurs en obligations contre le risque de défaut associé à une obligation déterminée, en proposant une assurance-crédit couvrant le paiement des coupons et du capital.

En cas de défaillance de paiement par le débiteur initial de l'obligation, le garant financier (FSA), également appelé *monoline insurer*, s'engage à assurer la continuité du paiement de l'obligation. Cette activité s'est étendue à l'assurance d'actifs titrisés (*Asset Backed Securities* – ABS), dont les titres adossés à des crédits hypothécaires (*Mortgage Backed Securities* – MBS) et les titres garantis par des créances (*Collateralised Debt Obligation* – CDO).

C'est au travers de ces dernières classes d'actifs que le secteur de l'assurance *monoline* a été touché par la crise financière internationale, ayant subi des pertes substantielles sur les titres adossés à des créances hypothécaires américaines, les *subprimes*. L'encours total des garanties d'assurance octroyées par FSA s'élevait à 443 milliards USD à la fin du mois de juin 2008, dont 30 % liés à des titres couverts par des actifs et 70 % liés à des titres émis par des administrations publiques.

Sur base des informations que nous avons pu recueillir, il est apparu que FSA ait constitué un problème majeur, non seulement financier mais également pour en obtenir des informations financières fiables en temps utile.

inschrijven. Volgens Reuters kan de fraude op 50 miljard USD worden geraamd. Die zaak is des te merkwaardiger omdat ze ook forse verliezen veroorzaakte bij grote wereldwijde financiële instellingen die in dat fonds hebben geïnvesteerd. Zo verloor Banco Santander (Spanje) 2,8 miljard USD, Bank Medici (Oostenrijk) 2,1 miljard USD, Fortis Nederland 1,35 miljard USD, HSBC 1 miljard USD, Natixis SA (Frankrijk) meer dan 554 miljoen USD, en de lijst is dan nog niet eens volledig.

2. Bijzondere kenmerken van Dexia

2.1. Opmerkelijke feiten voor de ingrepen

2.1.1 Acquisitie van FSA

De financiële problemen die Dexia in het tweede halfjaar van 2008 heeft gekend, zijn hoofdzakelijk te wijten aan de problemen van zijn filiaal *Financial Security Assurance* (FSA) in de Verenigde Staten. De activiteiten van FSA, een van de belangrijkste kredietverzekeraars ter wereld, bestaat erin beleggers in obligaties te beschermen tegen het risico van een bepaalde obligatie, door een kredietverzekering voor te stellen die de betaling van coupons en kapitaal dekt.

Wanneer de oorspronkelijke schuldenaar van de obligatie in gebreke blijft en niet betaalt, verbindt de financiële borg (FSA), ook *monoline insurer* genoemd, zich ertoe de continuïteit van de betaling van de obligatie te verzekeren. Die activiteit heeft zich uitgebreid tot de verzekering van geëffectiseerde activa (*Asset Backed Securities* – ABS), waarvan de effecten hypothecaire kredieten als onderliggende waarde hebben (*Mortgage Backed Securities* – MBS) en effecten die door schuldvorderingen gewaarborgd worden (*Collateralised Debt Obligation* – CDO).

De sector van de *monoline* verzekering werd door de internationale financiële crisis getroffen via die laatste soorten activa, zodat belangrijke verliezen werden geleden op effecten met als onderliggende waarde Amerikaanse hypothecaire schuldvorderingen, de *subprimes*. Het totale bedrag van door FSA toegekende verzekeringswaarborgen beliep eind juni 2008 443 miljard USD, waarvan 30 % gekoppeld aan door activa gedekte effecten en 70 % gekoppeld aan door overheidsbesturen uitgegeven effecten.

Op grond van de informatie die wij hebben ingewonnen bleek FSA een groot probleem, niet alleen financieel, maar ook om er tijdig betrouwbare financiële informatie van te krijgen.

2.1.2 Structure de gouvernance maintes fois modifiée

Entre 2006 et 2008, le Comité de direction a présenté au Conseil d'administration divers plans de réorganisation des structures de gouvernance et de gestion, le dernier en date étant le projet DNA (*Dexia's next ambition*), qui voyait une gouvernance dualistique de la Holding sous laquelle seraient logées trois activités bien distinctes: *Personal Finance*, la *Public Finance* ainsi que l'*Asset Management & Investor Services*. Ce plan visait, selon la direction de cette période, à centraliser la gestion du groupe en Belgique. Dans ce plan FSA devenait filiale à 100 % de Dexia France et ne tombait donc pas sous le contrôle de la CBFA. D'autres plans antérieurs auraient eu pour effet de transférer la gestion du groupe en France, ce qui aurait également conduit au transfert de la surveillance vers la Commission bancaire française.

2.1.3 Investissements dans des produits structurés

Au vu des faibles marges de l'activité de financement des collectivités locales et afin d'atteindre les objectifs de rentabilité et de croissance fixés par les actionnaires, Dexia s'est diversifié et a acquis des produits structurés plus risqués, et développé un portefeuille de placements trop important.

2.2 Chronologie des actions menées concernant Dexia

2.2.1 Solvabilité à la fin du deuxième trimestre 2008

Le tableau ci-dessous synthétise la solvabilité du groupe Dexia au cours des derniers trimestres. Il en ressort que la solvabilité du groupe Dexia (mesurée sur base des ratios réglementaires) ne présentait pas de problème particulier avant les interventions des pouvoirs publics.

Dexia groupe (millions d'euros)	T1 2007	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008
Total Fonds Propres réglementaires								
Dont: Capital "Tier 1"	13.497	14.045	14.098	14.549	13.483	13.843	18.741	16.126
Volume d'actifs à risque pondérés	138.810	141.416	152.284	159.383	120.113	121.670	129.400	152.837
Ratio "Tier 1"	9,7%	9,9%	9,3%	9,1%	11,2%	11,4%	14,5%	10,6%
Evolution des dépôts (millions d'euros)	114.500	120.929	121.655	126.680	124.326	129.573	114.547	114.728

2.1.2 De bestuursstructuur werd vaak gewijzigd

Tussen 2006 en 2008 heeft het Directiecomité de Raad van bestuur diverse plannen voor de reorganisatie van de bestuurs- en managementstructuur voorgesteld, waarvan het laatste het DNA-project was (*Dexia's next ambition*), met een duaal bestuur van de Holding, met daaronder drie afgescheiden activiteiten: *Personal Finance*, *Public Finance* en *Asset Management & Investor Services*. Volgens de toenmalige Directie was het met dat plan de bedoeling het management van de groep in België te centraliseren. In dat plan werd FSA een 100 % filiaal van *Dexia France* en viel het dus niet langer onder de controle van de CBFA. Andere, vroegere plannen zouden als gevolg gehad te hebben dat het management van de groep naar Frankrijk werd overgebracht, wat tevens had geleid tot het verschuiven van het toezicht naar de Franse Bankcommissie.

2.1.3 Investerings in gestructureerde producten

Gezien de lage marges van de activiteit van de financiering van de lokale collectiviteiten en om de doelstellingen inzake rendabiliteit en groei van de aandeelhouders te bereiken, heeft Dexia zich gediversifieerd en meer risicovolle gestructureerde producten verworven en heeft het een te omvangrijke beleggingsportefeuille ontwikkeld.

2.2. Chronologie van de acties

2.2.1 Solvabiliteit op het einde van het tweede kwartaal van 2008

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de solvabiliteit van de Dexia-groep in de laatste kwartalen. Daaruit blijkt dat de solvabiliteit van de Dexia-groep geen speciale problemen opleverde voor de ingrepen van de overheden.

2.2.2 Évolution des liquidités avant l'intervention des États

La stratégie de développement, notamment dans le domaine de l'activité *Treasury and Financial Markets* a conduit à un déséquilibre bilantaire caractérisé par un besoin de financement à court terme important de l'ordre de 200 milliards d'euros. Dexia étant une société cotée, l'évolution des liquidités revêt un caractère particulièrement sensible. Pour faire face à ses besoins de liquidité, Dexia a dû faire un appel accru aux banques centrales pour des montants de l'ordre de 40 à 50 milliards USD.

2.2.3 Évolution des dépôts chez Dexia sur l'année 2008

Le graphique ci-dessous synthétise l'évolution récente des dépôts:

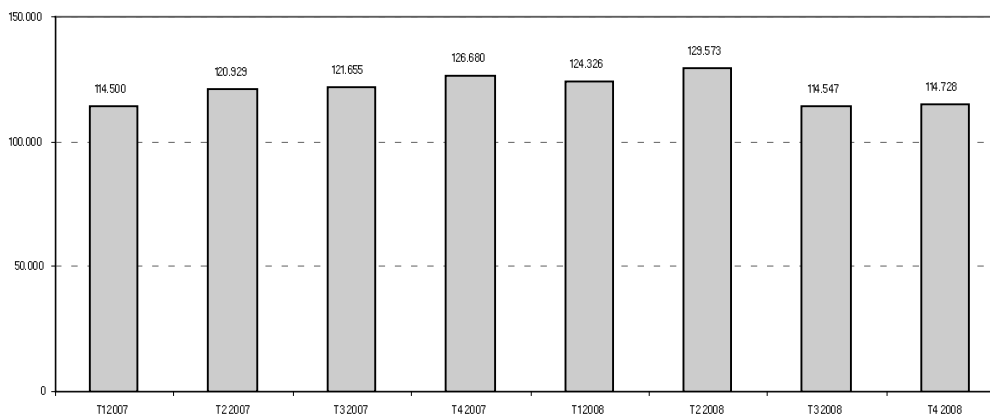
2.2.2 Ontwikkeling van de liquiditeiten vóór de ingreep van de staten

De ontwikkelingsstrategie, meer bepaald op het gebied van de activiteit van de *Treasury and Financial Markets* heeft tot een onevenwicht op de balans geleid dat gekenmerkt werd door een belangrijke korte termijn financieringsbehoefte van 200 miljard euro. Aangezien Dexia een beursgenoteerde vennootschap is, is de ontwikkeling van de liquiditeiten een zeer kwetsbaar punt. Dexia heeft, om zijn liquiditeitsbehoeften te vervullen, méér een beroep moeten doen op de centrale banken, voor bedragen ten belope van 40 à 50 miljard USD.

2.2.3 Ontwikkeling van de deposito's bij Dexia over 2008

Onderstaande grafiek geeft een overzicht van de recente ontwikkeling van de deposito's:

Evolution des emprunts et dépôts à la clientèle (millions d'euros)



Le graphique ci-dessus indique une réduction des dépôts de l'ordre de 15 milliards d'euros entre le deuxième et le troisième trimestre 2008.

À la fin du troisième trimestre 2008, suite à la détérioration des marchés des crédits, le groupe Dexia a enregistré une perte nette de 1 544 millions d'euros, résultant principalement d'un impact de 2 191 millions d'euros de pertes enregistrées suite aux effets de la crise financière.

Les 2 191 millions d'euros de pertes résultent de 460 millions d'euros de pertes enregistrées sur les activités de FSA, et de 1 721 millions d'euros de pertes encourues sur les marchés des crédits.

Uit bovenstaande grafiek blijkt een vermindering van de deposito's van 15 miljard euro tussen het tweede en het derde kwartaal van 2008.

Op het einde van het derde kwartaal van 2008, boekte de Dexia-groep als gevolg van de verslechtering van de kredietmarkten een netto verlies van 1 544 miljoen euro, wat hoofdzakelijk het gevolg was van de impact van de financiële crisis, waardoor een verlies van 2 191 miljoen euro geboekt werd.

Het verlies van 2 191 miljoen euro is het resultaat van 460 miljoen euro verlies dat op de activiteit van FSA werd geboekt, en van 1 721 miljoen euro verlies dat op de kredietmarkten werd geleden.

Les pertes de 460 millions d'euros liées à FSA résultent principalement d'une augmentation des provisions enregistrées en prévision des pertes liées à l'augmentation du risque de crédit sur les prêts immobiliers garantis par la filiale et la dépréciation de certains instruments financiers au prix du marché (*mark-to-market*) conformément aux normes IFRS. Ces dépréciations sont principalement dues à l'augmentation du taux de défauts sur les crédits garantis par la filiale, ainsi qu'à l'illiquidité des titres adossés à ces crédits suite à l'augmentation des risques de crédit sous-jacents.

Par ailleurs, le montant de 1 721 millions d'euros de pertes liées à la détérioration des marchés financiers résulte principalement de dépréciations enregistrées sur le portefeuille d'obligations détenues par Dexia à hauteur de 741 millions d'euros, suite à l'augmentation du risque de contrepartie des émetteurs (dont Washington Mutual, les banques islandaises et Lehman Brothers), l'adoption d'une provision additionnelle de 320 millions d'euros en prévision de détériorations financières plus importantes, des pertes à hauteur de 304 millions d'euros liées à l'évaluation en *mark-to-market* des CDS suite à l'augmentation généralisée des *spreads*, et de pertes liées aux expositions sur l'Europe de l'Est pour 267 millions d'euros.

En outre, le 29 septembre 2008, *Standard & Poor's Ratings Services* abaisse d'un échelon, de AA à AA-, la note de contrepartie long terme des principales sociétés du groupe Dexia, tout en maintenant une perspective négative. L'agence de notation explique dans un communiqué que la détérioration continue du marché immobilier américain risque de peser encore sur les résultats de Dexia, d'où le maintien d'une perspective négative sur les notations. Elle souligne également le risque de nouvelles dépréciations liée à la filiale américaine FSA.

Suite à la paralysie du marché interbancaire et des marchés des *covered bonds* à partir de septembre 2008, le groupe Dexia a connu des problèmes de liquidités importants à la fin du troisième trimestre 2008. Par ailleurs, les pertes substantielles enregistrées pour cette période risquaient de mettre à mal la solvabilité du groupe, qui s'est vu contraint de prendre des mesures d'urgence permettant de rétablir rapidement l'accès à des liquidités et de redresser sa solvabilité de manière à respecter les normes réglementaires en vigueur.

Het verlies van 460 miljoen euro door FSA is hoofdzakelijk het resultaat van een verhoging van de provisies voor verliezen als gevolg van het toegenomen kredietrisico op door het filiaal gewaarborgde vastgoedleningen en de waardevermindering van bepaalde financiële instrumenten tegen marktprijs (*mark-to-market*), overeenkomstig de IFRS-normen. Die waardeverminderingen zijn hoofdzakelijk te wijten aan de toename van de wanbetalingsgraad op door het filiaal gewaarborgde kredieten, alsook aan het wegvallen van de liquiditeit van de effecten op die kredieten, als gevolg van de hogere onderliggende kredietrisico's.

Verder is het verlies van 1 721 miljoen euro door de verslechtering van de financiële markten hoofdzakelijk het resultaat van waardeverminderingen op de obligatieportefeuille die Dexia bezit ten belope van 741 miljoen euro, als gevolg van het hogere risico van zekerheden van de emittenten (waaronder Washington Mutual, de IJslandse banken en Lehman Brothers), het aanleggen van een bijkomende provisie van 320 miljoen euro voor nog grotere financiële tegenslagen, verliezen van 304 miljoen euro als gevolg van de *mark-to-market*-waardering van de CDS na de algemene stijging van de *spreads*, en verliezen door blootstellingen in Oost-Europa voor 267 miljoen euro.

Bovendien verlaagt *Standard & Poor's Ratings Services* op 29 september 2008 de lange termijn rating van de belangrijkste vennootschappen van de Dexia-groep van AA tot AA-, en blijft bij zijn negatieve verwachtingen. Het ratingbureau legt in een communiqué uit dat de aanhoudende neergang van de Amerikaanse vastgoedmarkt verder op de resultaten van Dexia dreigt te wegen en dat het daarom zijn negatieve vooruitzichten voor de ratings behoudt. Tevens wijst het bureau op het risico op nieuwe waardeverminderingen veroorzaakt door het Amerikaanse filiaal FSA.

Door de verlamming van de interbancaire markt en van de *covered bonds*-markten vanaf september 2008, kende de Dexia-groep op het einde van het derde kwartaal van 2008 ernstige liquiditeitsproblemen. Bovendien bedreigden de belangrijke verliezen die over die periode geboekt werden de solvabiliteit van de groep, die zich gedwongen zag noodmaatregelen te treffen om snel weer toegang te krijgen tot liquiditeiten en zijn solvabiliteit te herstellen, zodat de geldende reglementaire normen in acht werden genomen.

La détérioration de la notation de FSA s'est accompagnée d'une chute substantielle du cours de bourse du Groupe Dexia, tel qu'illustré par le graphique ci-dessous:

Évolution du cours de l'action Dexia

De verlaging van de FSA-rating ging gepaard met een substantiële terugval van de beurskoers van de Dexia-groep, zoals blijkt uit onderstaande grafiek:

Koersontwikkeling van het Dexia-aandeel



Source: Bloomberg

Bron: Bloomberg

En ce qui concerne FSA, le groupe Dexia était confronté à deux options:

— recapitaliser FSA de manière à ce qu'elle puisse conserver sa notation AAA, ce qui constituait la base même de son activité de rehausseur de crédit;

— ne pas recapitaliser FSA, ce qui aurait immédiatement conduit à une dégradation de la notation à AA, soit en-dessous de celle de certains de ses clients.

Dans ce contexte, Dexia a annoncé le 6 août 2008 que sa filiale FSA abandonnera l'activité des ABS et consacrera ses ressources aux services financiers au secteur public. Dexia a également indiqué qu'il assurera le soutien de sa filiale FSA par une recapitalisation

Wat FSA betreft had de Dexia-groep twee opties:

— FSA herkapitaliseren, zodat het zijn AAA-rating kon behouden, wat de basis was van zijn activiteit als kredietverzekeraar;

— FSA niet herkapitaliseren, wat onmiddellijk zou hebben geleid tot een verlaging van de rating tot AA, wat lager is dan sommige van zijn cliënten.

In die context kondigde Dexia op 6 augustus 2008 aan dat zijn filiaal FSA de activiteit van de ABS opgeeft en zijn middelen zal aanwenden voor de financiële dienstverlening aan de overheidsector. Dexia deelde tevens mee dat het zijn filiaal FSA zou ondersteunen met een

de 300 millions d'euros, et l'octroi, à concurrence de 5 milliards USD, d'une ligne de liquidités confirmée, non couverte par des garanties, à la filiale *Asset Management* de FSA. Cette ligne a pour objectif de garantir le remboursement des engagements de ce segment d'activité, tout en évitant les pertes liées à une vente anticipée des actifs *financial products* du portefeuille de cette filiale.

2.2.4 Plan de sauvetage du 30 septembre 2008

Jusqu'en septembre 2008, la question de la liquidité n'avait été que peu abordée par les organes de gestion et de gouvernance du groupe Dexia, celle-ci n'ayant apparemment jamais posé de problèmes.

La chute brutale du cours de bourse, la dégradation de la notation, les pertes encourues par le groupe et, en particulier sa filiale FSA, ont exacerbé l'inquiétude des contreparties concernant l'exposition du groupe aux risques de crédit et nécessité des mesures d'urgence en vue de renforcer la solvabilité et de rétablir la liquidité du groupe. En outre, ces inquiétudes ont été renforcées par les menaces de faillite pesant sur Fortis et *Hypo Real Estate*, société-mère de Depfa Bank, un concurrent important de Dexia dans le financement des collectivités locales.

2.3 L'action de la CBFA et de la BNB avant et pendant la crise financière

Depuis août 2007, la CBFA a instauré un suivi rapproché de l'organisation de la gestion de la liquidité du groupe. La fréquence a été adaptée aux conditions de marchés et a été considérablement intensifiée en 2008. Depuis avril 2007, la CBFA et la BNB ont collaboré à un *liquidity monitoring* de Dexia Holding. La situation du groupe, les événements de marché et les conditions macroéconomiques ont été examinées. Des informations détaillées quant à la liquidité du groupe ont été demandées et transmises à la direction de la CBFA et de la BNB. En outre, la CBFA entretient des contacts quotidiens avec le *Risk Management* et la trésorerie de Dexia.

Compte tenu du dispositif de surveillance décrit ci-avant, il peut paraître difficile de comprendre comment Dexia, qui présentait sa situation comme "saine" quelques semaines avant son plan de sauvetage ait subi une crise de liquidités aigüe qui l'aurait conduit à la faillite sans l'intervention des États. La situation s'est cependant sévèrement détériorée à la suite de la faillite de Lehman Brothers et de la succession de rumeurs de faillites aux États-Unis, ce qui s'est traduit,

herkapitalisering van 300 miljoen euro, en de toekenning van een geconfirmeerde *stand-by* kredietlijn ten belope van 5 miljard USD, aan het *Asset Management* filiaal van FSA. Het doel van die lijn is de terugbetaling te waarborgen van de verbintenissen van dat activiteitensegment, terwijl verliezen als gevolg van een vervroegde verkoop van de *financial products* activa uit de portefeuille van dat filiaal worden voorkomen.

2.2.4 Reddingsplan van 30 september 2008

Tot september 2008 werd de liquiditeit amper besproken door de management- en bestuursorganen van de Dexia-groep, omdat ze kennelijk nooit problemen had opgeleverd.

De brutale daling van de beurskoers, de verlaging van de rating, de verliezen van de groep en vooral van zijn filiaal FSA brachten de tegenpartijen in een kramp van onrust over de blootstelling van de groep aan de kredietrisico's en de noodzaak van noodmaatregelen om de solvabiliteit te versterken en de liquiditeit van de groep te herstellen. Bovendien werd die onrust verhoogd door het dreigende faillissement van Fortis en *Hypo Real Estate*, moedermaatschappij van Depfa Bank, een belangrijke concurrent van Dexia in de financiering van lokale collectiviteiten.

2.3 Het optreden van de CBFA en de NBB vóór en tijdens de financiële crisis

Sinds augustus 2007 heeft de CBFA de organisatie van het beheer van de liquiditeit van de groep nauw gevolgd. De frequentie van de controle werd aangepast aan de marktomstandigheden en werd aanzienlijk opgevoerd in 2008. Sinds april 2007 hebben de CBFA en de NBB meegewerkt aan een *liquidity monitoring* van Dexia Groep. De toestand van de groep, de gebeurtenissen op de markt en de macro-economische omstandigheden werden onderzocht. Er werd gedetailleerde informatie over de liquiditeit van de groep opgevraagd en doorgegeven aan de directie van de CBFA en de NBB. Bovendien onderhoudt de CBFA dagelijkse contacten met *Risk Management* en de thesaurie van Dexia.

Rekening houdende met het hierboven beschreven controlemechanisme kan het moeilijk te vatten lijken hoe Dexia, die enkele weken vóór haar reddingsplan haar situatie als "gezond" voorstelde, een acute liquiditeitscrisis doormaakte die zonder overheidsstussenkomst tot een faillissement zou hebben geleid. De situatie is echter ernstig verslechterd naar aanleiding van het faillissement van Lehman Brothers en de opeenvolgende geruchten over faillissementen in de Verenigde Staten,

dans les jours qui ont suivi, par une aversion très forte aux financements bancaires, à tous les papiers de support des financements bancaires. Cette situation a considérablement accru les préoccupations en matière de solvabilité et de liquidité du groupe Dexia. En conséquence, l'essentiel du financement a dû être recherché auprès des banques centrales.

CHAPITRE 2

L'augmentation de capital

Le 30 septembre 2008, Dexia a annoncé une augmentation de capital de 6,0 milliards d'euros, à laquelle ont souscrit les gouvernements belge et français et les actionnaires de référence existants.

Il a également été annoncé que le gouvernement luxembourgeois ferait un investissement de 376 millions d'euros sous la forme d'obligations convertibles; cependant, comme prévu dans le plan approuvé par la Commission européenne, cette intervention n'a pas eu lieu.

Grâce à cette augmentation de capital, qui est intervenue le 3 octobre 2008, les actionnaires belges et français ont souscrit environ 600 millions de nouvelles actions, émises à un prix de 9,90 euros par action, ce qui correspondait au cours moyen de l'action Dexia à la bourse de Bruxelles pendant les 30 jours précédents. L'autorité française a participé pour un montant d'un milliard d'euros et l'actionnaire français existant, la Caisse des Dépôts et Consignations et CNO Assurances, pour 2 milliards d'euros.

Du côté belge, l'autorité fédérale a investi un milliard d'euros, de même que les trois Régions (500 millions d'euros pour la Région flamande, 350 millions d'euros pour la Région wallonne et 150 millions d'euros pour la Région de Bruxelles-Capitale). Les actionnaires de référence belges ont également souscrit, au total, un montant d'un milliard d'euros (Holding communal: 500 millions d'euros, Groupe Arco: 350 millions d'euros et Ethias: 150 millions d'euros).

Comme également expliqué ailleurs (partie deleveraging 2008-2011), la situation financière du Holding communal, du Groupe Arco et d'Ethias était déjà bancaire au moment de l'augmentation de capital de Dexia en 2008. Tous trois y ont pourtant souscrit pour un ensemble de raisons dont le poids a sans doute été différent pour chacun d'eux: le souhait de pas être (par trop) dilué en tant qu'actionnaire; la pression des pouvoirs publics et le fait que dans le cadre d'une opération de sauvetage, la Commission européenne attendait aussi des actionnaires de référence qu'ils prennent leur part de responsabilités.

wat de daaropvolgende dagen heeft geleid tot een zeer uitgesproken afkeer voor bankfinancieringen en alle documenten in verband met bankfinancieringen. Deze situatie had tot gevolg dat er nog meer vraagtekens bij de solvabiliteit en liquiditeit van de Dexia-groep werden geplaatst. Bijgevolg moest de hoofdmoot van de financiering worden gezocht bij de centrale banken.

HOOFDSTUK 2

De kapitaalverhoging

Op 30 september 2008 maakte Dexia een kapitaalverhoging bekend van 6,0 miljard euro, waarop werd ingeschreven door de Belgische en de Franse regering en door de bestaande referentieaandeelhouders.

Er werd eveneens aangekondigd dat de Luxemburgse regering een investering zou doen van 376 miljoen euro in de vorm van converteerbare obligaties, deze interventie ging echter, zoals voorzien in het plan goedgekeurd door de Europese Commissie niet door.

Dankzij deze kapitaalverhoging, die plaatsvond op 3 oktober 2008, schreven de Belgische en de Franse aandeelhouders in op in totaal ongeveer 600 miljoen nieuwe aandelen, die werden uitgegeven tegen een prijs per aandeel van 9,90 euro wat overeen kwam met de gemiddelde koers van het aandeel Dexia op de beurs van Brussel gedurende de 30 voorafgaande dagen. De Franse overheid participeerde voor 1 miljard euro en de bestaande Franse aandeelhouder, *Caisse des Dépôts et Consignations en CNO Assurances* voor 2 miljard euro.

Aan Belgische zijde investeerde de federale overheid 1 miljard euro en de drie gGwesten eveneens 1 miljard euro (500 miljoen euro voor het Vlaams Gewest, 350 miljoen euro voor het Waals Gewest en 150 miljoen euro voor het Brussels Hoofdstedelijk Gewest). De Belgische referentieaandeelhouders schreven in totaal ook in voor een bedrag van 1 miljard euro (Gemeentelijke Holding 500 miljoen euro, Groep Arco 350 miljoen euro en Ethias 150 miljoen euro).

Zoals ook elders uiteengezet (deel deleveraging 2008-2011), was de financiële situatie van de Gemeentelijke Holding, Groep Arco en Ethias al zwak op het ogenblik van de kapitaalverhoging van Dexia in 2008. Toch hebben zij hierop ingeschreven om een combinatie van redenen die voor elk van hen wellicht verschillend in gewicht zijn geweest: de wens om niet (te veel) verwaterd te worden als aandeelhouder; de druk van de overheid en de verwachting van de Europese Commissie dat bij een reddingsoperatie ook de referentieaandeelhouders hun deel van de verantwoordelijkheid zouden opnemen.

Au 31 décembre 2008, la participation dans le capital des actionnaires de référence se présentait dès lors comme suit (par rapport au 31 décembre 2007):

Op 31 december 2008 is hierdoor de deelname in het kapitaal van de referentieaandeelhouders als volgt (in vergelijking met 31 december 2007):

Actionnaire — Aandeelhouder	31 décembre 2008	31 décembre 2007
	<i>31 december 2008</i>	<i>31 december 2007</i>
Caisse des dépôts et consignations/ <i>Deposito -en consignatiekas</i>	17,61 %	11,7 %
Holding communal - <i>Gemeentelijke Holding</i>	14,34 %	16,2 %
Groupe Arco - <i>Groep Arco</i>	13,92 %	17,7 %
Autorité fédérale belge par le biais de la Société fédérale de Participations et d'Investissement - <i>Belgische federale overheid via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij</i>	5,73 %	
Autorité française par le biais de la Société de Prise de Participation de l'État - <i>Franse overheid via de Société de Prise de Participation de l'État</i>	5,73 %	
Groupe Ethias - <i>Groep Ethias</i>	5,04 %	6,3 %
CNP Assurances	2,97 %	2,0 %
Région flamande par le biais du <i>Vlaams Toekomstfonds - Vlaams Gewest via het Vlaams Toekomstfonds</i>	2,87 %	
Région wallonne - <i>Waals Gewest</i>	2,01 %	
Région de Bruxelles-Capitale - <i>Brussels Hoofdstedelijk Gewest</i>	0,86 %	

La recapitalisation de Dexia a été approuvée par la Commission européenne le 20 novembre 2008, qu'elle a qualifié "d'aide d'État", nécessaire et proportionnée pour remédier à une perturbation grave de l'économie belge et est, à ce titre, compatible avec les règles de l'UE sur les aides d'État (Article 87.3.b). En outre, l'Union européenne a approuvé l'aide pour une durée de six mois en tant que mesure de sauvetage d'urgence, avec une possibilité de prolongation si la crise persiste. Les trois États membres se sont engagés à fournir des plans de restructuration ou de liquidation dans un délai de six mois à partir de la première intervention.

De herkapitalisering van Dexia, die op 20 november 2008 door de Europese Commissie werd goedgekeurd, als "staatshulp" werd benoemd en als noodzakelijk en evenredig werd aangemerkt om een ernstige verstoring van de Belgische economie te verhelpen, is in die zin verenigbaar met de EU-regels inzake staatshulp (artikel 87.3.b). Tevens heeft de Europese Unie de hulp als noodmaatregel goedgekeurd voor een periode van zes maanden, met de mogelijkheid hem te verlengen indien de crisis voortduurt. De drie lidstaten hebben zich ertoe verbonden binnen een termijn van zes maanden vanaf de eerste ingreep herstructurerings- of liquidatieplannen over te leggen.

CHAPITRE 3

Les garanties

À partir du 9 octobre 2008 et jusqu'au 31 octobre 2009, les États belge, français et luxembourgeois ont décidé de garantir, pour un montant maximum de 150 milliards d'euros, les nouveaux financements interbancaires et les financements obligataires de maximum 3 ans levés par Dexia Belgique, Dexia France et Dexia Luxembourg, afin d'assurer au groupe un montant suffisant de liquidités et de lui permettre de faire face à ses engagements. La Belgique apporte sa garantie pour 60,5 % (soit 90,75 milliards d'euros au maximum), la France pour 36,5 % (soit 54,75 milliards d'euros au maximum) et le Luxembourg pour 3 % (soit 4,5 milliards d'euros au maximum). Cette garantie est assortie d'une obligation pour Dexia de limiter la croissance de son

HOOFDSTUK 3

De garanties

De Belgische, Franse en Luxemburgse Staat hebben beslist om van 9 oktober 2008 tot 31 oktober 2009 de nieuwe interbancaire financieringen en de obligatiefinancieringen van maximaal 3 jaar die door Dexia België, Dexia Frankrijk en Dexia Luxemburg worden opgehaald, te waarborgen voor een maximumbedrag van 150 miljard euro, om de groep van voldoende liquiditeiten te voorzien en hem de mogelijkheid te geven zijn verbintenissen na te komen. België geeft zijn waarborg voor 60,5 % (of maximaal 90,75 miljard euro), Frankrijk voor 36,5 % (of maximaal 54,75 miljard euro) en Luxemburg voor 3 % (of maximaal 4,5 miljard euro). Aan die waarborg is voor Dexia de verplichting gekoppeld de groei van zijn balans te beperken en over de tegoeden

bilan et de ne pas rémunérer les dépôts à des taux supérieurs aux banques concurrentes. La garantie fait l'objet d'une rémunération des États conformément aux taux recommandés par la Banque Centrale Européenne pour de telles opérations.

La rémunération reçue par les États pour cette garantie s'élève à 50 points de base pour toutes les transactions de moins de 12 mois, et à 86,5 points de base pour toutes les transactions de plus d'un an.

Au moyen d'un addendum signé le 14 octobre 2009, cette garantie a été prolongée jusqu'au 31 octobre 2010, le montant maximum garanti a été ramené de 150 milliards d'euros à 100 milliards d'euros et la durée des nouveaux financements à long terme a été prolongé à quatre ans maximum.

Le 30 octobre 2009, la Commission européenne a provisoirement approuvé la prolongation de cette garantie pour les financements jusqu'à fin février 2010. Ensuite, dans le cadre de l'accord avec la Commission européenne, une sortie anticipée du système des garanties a été annoncée le 5 février 2010.

CHAPITRE 4

Les changements dans la gouvernance

Dans le cadre de l'opération de sauvetage, les États ont exigé la démission du président du conseil d'administration et du comité de direction. J-L Dehaene a été nommé en tant que nouveau président du conseil et P. Mariani en tant que nouveau président du comité de direction le 7 octobre 2010. En témoignage de l'implication des deux principaux pays, ces présidents sont toujours de nationalités différentes (belge et française).

Le nombre de membres du comité de direction a été ramené de 10 à 5 et des modifications ont été apportées dans le conseil d'administration afin d'y intégrer des représentants des autorités.

Dans un communiqué de presse du 20 octobre 2008, Dexia rend publiques les premières décisions relatives à la gouvernance du groupe prises sous la nouvelle présidence.

".... Le conseil a pris connaissance de l'analyse faite par l'administrateur délégué, M. Pierre Mariani. Il a approuvé à l'unanimité ses premières recommandations visant à rétablir la situation du groupe et à mettre en place les fondations indispensables en matière de pilotage des activités et de maîtrise du risque.

geen rente te betalen waarvan het tarief hoger is dan dat van de concurrerende banken. De Staten worden voor de waarborg vergoed overeenkomstig de tarieven die de Europese Centrale Bank voor dergelijke operaties aanbeveelt.

De vergoeding die de overheden ontvangen voor die waarborg belooft 50 basispunten voor alle transacties van minder dan 12 maanden, en 86,5 basispunten voor alle transacties van meer dan één jaar.

Met een op 14 oktober 2009 ondertekend addendum, werd deze waarborg verlengd tot 31 oktober 2010 en werd het maximale gewaarborgde bedrag verlaagd van 150 miljard euro tot 100 miljard euro en werd de looptijd van de nieuwe langetermijnfinancieringen verlengd tot maximaal vier jaar.

Op 30 oktober 2009 verleende de Europese Commissie haar voorlopige goedkeuring aan de verlenging van die waarborg voor de financieringen tot eind februari 2010. Daarna werd in het kader van de overeenkomst met de Europese Commissie op 5 februari 2010 een vervroegde uitstap uit het systeem van de waarborgen bekendgemaakt

HOOFDSTUK 4

De wijzigingen in de gouvernance

Als onderdeel van de reddingsoperatie werd het ontslag geëist door de Staten van de voorzitter van de raad van bestuur en van het directiecomité. J-L Dehaene werd benoemd als nieuwe voorzitter van de raad en P. Mariani als nieuwe voorzitter van het directiecomité op 7 oktober 2010. Als uiting van de betrokkenheid van de beide belangrijkste landen zijn deze, zoals voorheen, van verschillende (Belgische en Franse) nationaliteit.

Het directiecomité werd teruggebracht van 10 naar 5 leden en wijzigingen werden aangebracht in de raad van bestuur om vertegenwoordigers op te nemen van de overheden

Met een perscommuniqué van 20 oktober 2008 maakte Dexia de eerste beslissingen met betrekking tot de gouvernance van de groep bekend die onder het nieuwe voorzitterschap werden genomen.

"....De raad heeft kennis genomen van de analyse van de heer Pierre Mariani, de gedelegeerd bestuurder, en keurde unaniem zijn eerste aanbevelingen goed om de Groep weer op het spoor te zetten en de basis te leggen die nodig is om de activiteiten en het risicobeheer in goede banen te leiden.

Le conseil a donné mandat au président du conseil et à l'administrateur délégué pour solliciter immédiatement des autorités de régulation la transformation de Dexia SA en un établissement à statut bancaire de plein exercice.

Le conseil a, sur proposition de son président, également décidé d'adapter sa gouvernance aux meilleures normes en matière de contrôle des risques notamment par la création d'un comité de contrôle interne, des risques et de la conformité, issu du conseil.

Le conseil a fait le point sur la situation de FSA. Le conseil a décidé de maintenir la ligne de liquidité de USD 5 milliards à caractère unsecured consentie par Dexia à FSA. Il a donné mandat à l'administrateur délégué de rechercher les voies et moyens permettant de réduire le risque spécifique à l'activité de FSA.

Le conseil a demandé à l'administrateur délégué de poursuivre la mise en œuvre de son plan de transformation visant au recentrage de Dexia sur ses métiers de base, à savoir ceux pour lesquels la banque dispose de franchises commerciales fortes. L'administrateur délégué présentera une série de conclusions et leurs conséquences en termes de priorités et de réorganisation d'ici le 14 novembre prochain, date de présentation des résultats du 3^e trimestre.

Le conseil a décidé de coopter comme administrateur MM. Bruno Bézard, Alain Quinet et Koen Van Loo en remplacement de MM. Guy Burton, Dominique Marcel et Jacques Guerber, démissionnaires.

Le conseil estime au total que le développement et la pérennité de Dexia passent par un resserrement de sa gestion et un recentrage de sa stratégie avec le plein soutien de ses actionnaires. ...”.

Les modifications apportées à la composition du conseil d'administration visaient notamment à inclure des représentants des pouvoirs publics. B. Bézard représentait l'État français en sa qualité de directeur général de l'Agence des participations de l'État (APE), K. Van Loo est administrateur délégué de la Société fédérale de Participations et d'Investissement (SFPI) et représentait l'autorité fédérale. A. Quinet remplaçait D. Marcel au sein du conseil en tant que représentant de la Caisse des Dépôts. G. Burton siégeait au conseil en tant que représentant d'Ethias et J. Guerber était jusqu'alors vice-président du comité de direction de Dexia.

De raad heeft de voorzitter van de raad en de gedelegeerd bestuurder de opdracht gegeven de regulerende overheden de toestemming te vragen Dexia NV om te vormen in een instelling met volwaardig bancair statuut.

De raad heeft, op voordracht van zijn voorzitter, ook beslist zijn bestuur aan te passen aan de beste normen op het gebied van risicocontrole en dit door de oprichting van een comité voor interne controle, risico's en conformiteit, dat onder zijn bevoegdheid valt.

De raad heeft de situatie bij FSA bekeken. De raad heeft beslist de unsecured kredietlijn van 5 miljard USD die Dexia had toegekend, te handhaven. De raad heeft de gedelegeerd bestuurder de opdracht gegeven alle mogelijkheden te onderzoeken om het specifieke risico van de activiteit van FSA terug te dringen.

De raad heeft de gedelegeerd bestuurder gevraagd door te gaan met het plan dat erop gericht is Dexia opnieuw toe te spitsen op zijn basisactiviteiten, met name die waarin het een sterke commerciële slagkracht heeft. De gedelegeerd bestuurder zal een aantal conclusies en de impact daarvan in termen van prioriteiten en reorganisatie formuleren tegen 14 november, de datum waarop de resultaten van het 3^e kwartaal worden bekendgemaakt.

De raad heeft beslist de heren Bruno Bézard, Alain Quinet en Koen Van Loo te coöpteren als bestuurder ter vervanging van de heren Guy Burton, Dominique Marcel en Jacques Guerber, die ontslag nemen.

De raad is globaal genomen van oordeel dat de ontwikkeling en de continuïteit van Dexia een strikter beheer vergen en een herziening van de strategie met de volledige steun van de aandeelhouders. ...”.

De wijzigingen in de raad van bestuur strekten er onder meer toe om vertegenwoordigers op te nemen van de overheden. B. Bézard vertegenwoordigde de Franse overheid in zijn functie van directeur-generaal van de Agence des participations de l'État (APE), K. Van Loo is gedelegeerd bestuurder van de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij (FPIM) en vertegenwoordigde de federale overheid. A. Quinet verving D. Marcel in de raad als vertegenwoordiger van de *Caisse des Dépôts*. G. Burton had zitting in de raad als vertegenwoordiger van Ethias en J. Guerber was tot dan vice-voorzitter van het directiecomité van Dexia.

Dès le début de cette période, des mesures ont été envisagées afin de renforcer la gestion des risques et d'améliorer le degré de risque. Pour un examen plus détaillé des modifications des structures et du fonctionnement de la gouvernance du groupe, nous renvoyons à la partie du présent rapport consacrée à la période 2008-2011.

CHAPITRE 5

Les choix stratégiques et les options non retenues

Lorsqu'il s'agit d'apprécier les choix opérés, il faut tenir compte des circonstances du moment. On ne s'attendait pas à ce que les effets de la crise financière mondiale frappent aussi lourdement Dexia, et ces effets se sont accentués de manière catastrophique en très peu de temps après la chute de Lehman Brothers. Qui plus est, les autorités avaient déjà fort à faire avec les problèmes posés par d'autres groupes bancaires systémiques comme Fortis. En outre, aucun scénario n'avait été prévu et en raison de la nature binationale du groupe (avec des actionnaires dans deux pays et, systématiquement, dans trois au moins), il fallait trouver une solution négociée à très brève échéance. La question centrale était bien évidemment de savoir comment les risques et les coûts liés au sauvetage seraient répartis. Les événements se sont déroulés dans un contexte où les actionnaires de référence privés se trouvaient déjà en position de faiblesse. Ethias avait besoin d'une aide publique pour survivre, tandis que le Holding communal et le Groupe Arco étaient tributaires des revenus du portefeuille qu'ils détenaient dans Dexia et disposaient de ressources propres extrêmement limitées. Partant du principe qu'on ne pouvait pas laisser la banque belge systémique couler, il y avait, en théorie, trois autres manières de réaliser le sauvetage: création d'une *bad bank*, adossement à un autre groupe ou reprise par un autre groupe ou scission du groupe.

1. Scénario "Bad Bank"

Ce scénario peut être réalisé de deux manières: d'abord en retirant les éléments mauvais ou toxiques afin de les placer dans une entité juridique distincte, ce qui implique toutefois que ceux-ci doivent être cédés à la valeur du marché et que les pertes qui en résultent sont immédiatement réalisées. Les fonds propres supplémentaires qui auraient alors été nécessaires pour satisfaire aux obligations légales et réglementaires auraient été énormes. Certaines estimations évoquent un montant de l'ordre de 20 milliards d'euros. Aucun actionnaire ou aucune autorité publique n'avait mani-

Van bij het begin van deze periode werden acties in het vooruitzicht gesteld om het risicobeheer te versterken en de risicograad te verbeteren. Voor een meer uitgebreide behandeling van de wijzigingen in de structuren en de werking van de groepsgovernance verwijzen wij naar het deel van dit verslag over de periode 2008-2011.

HOOFDSTUK 5

De strategische keuzes en de niet in aanmerking genomen opties

Bij het beoordelen van de gemaakte keuzes moeten we rekening houden met de omstandigheden van het moment. De gevolgen van de wereldwijde financiële crisis kwamen onverwacht hard aan voor Dexia en accentueerden zich dramatisch op zeer korte tijd na de val van Lehman Brothers. Daarenboven hadden de overheden hun handen vol met de problemen van andere systemische bankgroepen, zoals Fortis. Er bestond ook geen uitgetekend scenario en door de binationale aard van de groep (met aandeelhouders in twee landen en systemisch in ten minste drie landen) moest een onderhandelde oplossing gevonden worden op zeer korte tijd. Uiteraard was de centrale vraag hoe de risico's en de kosten van de redding zouden verdeeld worden. Dit speelde zich af in een context waarin de private referentieaandeelhouders al zeer zwak stonden. Ethias had zelf nood aan overheidssteun om te overleven en de Gemeentelijke Holding en Groep Arco waren afhankelijk van de inkomsten van hun Dexia portefeuille en hadden zeer beperkte eigen middelen. Ervan uitgaande dat het geen optie was om de systemische Belgische bank ten onder te laten gaan, bestonden er theoretisch drie andere manieren om de redding te realiseren: de oprichting van een bad bank, aanleuning bij of overname door een andere groep of de splitsing van de groep.

1. Bad Bank scenario

Dit scenario kan op twee manieren uitgevoerd worden. Door het uitlichten van de slechte of toxische delen om ze onder te brengen in een aparte juridische entiteit. Dit houdt echter in dat deze aan marktwaarde moeten overgedragen worden en dat de verliezen die daaruit volgen meteen gerealiseerd zijn. Het bijkomende eigen vermogen dat dan zou nodig zijn om aan de wettelijke en reglementaire verplichtingen te voldoen zou enorm zijn geweest. Sommige ramingen spreken van een bedrag in de grootteorde van 20 miljard euro. Geen van de aandeelhouders of overheden had blijkbaar de middelen

festement ni les moyens de le faire ni intérêt à le faire. Une autre manière de réaliser ce scénario consiste à suivre le chemin inverse, c'est-à-dire en retirant les bons éléments (systémiques) de la structure juridique existante, ce qui, dans les faits, correspond au scénario de scission (voir plus loin).

Lors de l'évaluation du plan de redressement, la Commission européenne a également envisagé la création d'une *bad bank* comme un des scénarios possibles. Elle a toutefois également constaté que dans les circonstances données, cette option n'était pas possible et a imposé, comme alternative, la création d'une ligne de rapportage interne distincte, la *Legacy Portfolio Management Division*, à laquelle les garanties d'État devaient être allouées et qui devait être démantelée suivant un schéma imposé.

2. Adossement à un autre groupe ou reprise par un autre groupe

Bien que ces options fussent sans doute possibles en théorie, il était impensable, dans les circonstances données, de trouver un parti disposé à suivre cette piste. L'énorme importance des portefeuilles de Dexia et leur financement déséquilibré, conjugués au contexte financier général de l'époque, presque toutes les institutions financières étant affaiblies et beaucoup d'autres devant d'ailleurs également être sauvées, ont rendu cette option impossible.

3. La scission du groupe

Un scénario tel que celui qui s'est finalement réalisé en 2011 aurait-il déjà été possible en 2008? Comme il est apparu à plusieurs reprises au cours des auditions, les avis sont partagés à ce sujet. Une telle solution devrait passer par des négociations et, d'après ce nous avons appris, celle-ci a du reste été proposée dans un premier temps. La logique de cette solution résidait dans le fait que les gros problèmes de Dexia se situaient du côté français, d'abord au niveau de la filiale américaine (FSA) de DCL et en ensuite au niveau des autres actifs de très longue durée de DCL pour laquelle elle-même ne disposait d'aucun financement. Ce financement a été pour une large part fourni par l'excédent de dépôts dont disposait DBB. Les Français n'étaient donc nullement disposés à accepter une proposition prévoyant que l'État belge retire DBB (et les filiales) du groupe, en tout cas pas à un prix raisonnable.

of het belang om dit te doen. Een andere manier om tot een bad bank te komen is de omgekeerde weg, waarbij de goede (en systemische) delen uit de bestaande juridische structuur worden gehaald maar dit komt in feite neer op het splitsingsscenario (zie verder).

De Europese Commissie had bij het beoordelen van het herstelplan ook de creatie van een *bad bank* in gedachten als één van de mogelijke scenario's. Zij heeft echter ook vastgesteld dat dit in de omstandigheden niet mogelijk was en als alternatief bedongen dat een aparte interne rapporteringlijn werd ingericht, de *Legacy Portfolio Management Division*, waaraan de Staatsgaranties moesten worden toegewezen en die volgen een voorgeschreven schema moest afgebouwd worden.

2. Aanleunen bij of overname door een andere groep

Hoewel in theorie wellicht een mogelijk piste, was het in de gegeven omstandigheden ondenkbaar dat een partij zou kunnen gevonden worden die daartoe bereid was. De enorme omvang van de portefeuilles van Dexia en de onevenwichtige financiering daarvan, samen met de algemene financiële context op dat ogenblik, waarbij nagenoeg elke financiële instelling verzwakt was en er trouwens ook vele andere dienden gered te worden, maakte dit onmogelijk.

3. De splitsing van de groep

Was een scenario zoals het uiteindelijk in 2011 is gerealiseerd al mogelijk in 2008? Zoals meermaals is gebleken tijdens de hoorzittingen zijn de meningen hierover verdeeld. Zulk een oplossing zou door onderhandelingen moeten bereikt worden en naar wij vernamen is deze ook in een beginfase op tafel gelegd. De logica ervan was dat de grootste problemen van Dexia zich bevonden aan de Franse kant, met in eerste instantie de Amerikaanse dochtergroep (FSA) van DCL en met de andere zeer langlopende activa van DCL waarvoor het zelf geen financiering had. Deze financiering werd voor een aanzienlijk deel geleverd door het overschot aan deposito's waarover DBB beschikte. Van Franse zijde was er dus geen enkele bereidheid om in te gaan op een voorstel waarbij de Belgische overheid DBB (en dochters) uit de groep zou lichten, alleszins niet tegen een redelijke prijs.

En outre, une DBB distincte garderait une forte exposition au reste du groupe qui devrait, d'une manière ou d'une autre, être assaini. Tout le monde ne partageait du reste pas la vision selon laquelle les problèmes étaient uniquement imputables à la branche française. Des auditions de 2009 de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire (DOC 52 1643/002), il est notamment apparu que, du côté français, on estimait que les décisions relatives aux développements du groupe ayant contribué à la crise n'avaient pas été prises au niveau national, mais étaient des décisions communes relevant de la responsabilité de l'ensemble du groupe et de ses actionnaires.

Face à ce postulat français, les autorités belges n'avaient que peu d'arguments à avancer, à savoir le dispositif légal permettant aux autorités belges de nationaliser la banque était d'ailleurs encore inexistant. La position adoptée en la matière par les actionnaires de référence privés belges n'était au demeurant pas claire. D'une part, ils avaient intérêt à ce que DBB soit sauvée afin de préserver les intérêts de leurs *stakeholders*. Les autorités locales (en ce qui concerne le Holding Communal) et les coopérateurs (groupe Arco) sont en effet clients de DBB. D'autre part, si DBB devait être retiré du groupe, il était important, pour leur situation financière propre, que ce retrait se négocie au prix le plus élevé possible.

Comme précisé en détail ailleurs dans le présent rapport, un consensus est finalement intervenu sur la recapitalisation du groupe afin de compenser les pertes, notamment, sur FSA et de fournir des garanties d'État pour le financement. Proportionnellement, les souscripteurs français ont pris une part plus grande de l'augmentation de capital que les belges, ce qui a entraîné un glissement des rapports entre eux. Le 31 décembre 2007, les actionnaires de référence français détenaient 13,7 % des actions, les belges, 40,2 %; le 31 décembre 2008, ces pourcentages étaient de 26,31 % pour les Français, et de 44,77 % pour les Belges.

CHAPITRE 6

Influence sur le sort du groupe

Après le sauvetage, au 31 décembre 2008, le total de l'actif du groupe s'élevait encore à 651 milliards d'euros, et ses fonds propres comptables à 5,6 milliards d'euros, soit environ 0,86 % du bilan total. Le ratio de solvabilité Tier 1 publié s'élevait cependant encore à 10,6 %, notamment grâce à la pondération des risques et à la réserve AFS négative (pour un montant de 11,9 milliards d'euros), qui était déduite sur le plan comptable mais

Daarenboven zou een afgescheiden DBB nog steeds een zeer omvangrijke blootstelling hebben op de rest van de groep die op één of andere wijze zou dienen aangezuiverd te worden. De visie dat de problemen enkel aan de Franse tak te wijten waren werd trouwens ook niet door iedereen gedeeld. Uit de hoorzittingen in 2009 van de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis (DOC 52 1643/002) is onder meer gebleken dat men aan Franse zijde vond dat de beslissingen over de ontwikkelingen van de groep die tot de crisis hadden bijgedragen niet op nationaal vlak werden genomen, maar gezamenlijke beslissingen waren die onder de verantwoordelijkheid van de gehele groep en zijn aandeelhouders vielen.

Tegenover deze Franse uitgangspositie kon de Belgische overheid in feite weinig stellen. Er was toen trouwens ook nog niet het wettelijke dispositief dat de Belgische overheid zou toelaten om de bank te nationaliseren. De positie van de Belgische private referentieaandeelhouders was in dit verband trouwens ook niet eenduidig. Enerzijds hadden zij er een belang bij dat DBB zou gered worden om de belangen van hun *stakeholders* veilig te stellen. De lokale overheden (wat de Gemeentelijke Holding betreft) en de coöperanten (Groep Arco) bankierden immers bij DBB. Anderzijds was het voor hun eigen financiële situatie belangrijk dat indien DBB uit de groep zou gelicht worden, dit zou gebeuren tegen een zo hoog mogelijke prijs.

Zoals uitvoerig elders in dit verslag beschreven werd uiteindelijk overeenstemming bereikt over de herkapitalisatie van de groep om de verliezen op FSA en andere op te vangen en staatswaarborgen te leveren voor de financiering. Daarbij namen de Franse inschrijvers een proportioneel groter deel van de kapitaalverhoging voor hun rekening dan de Belgische, waardoor ook de verhoudingen verschoven. Op 31 december 2007 hadden de Franse referentieaandeelhouders 13,7 % van de aandelen in handen en de Belgische 40,2 %; op 31 december 2008 bedroeg de verhouding 26,31 % voor Frankrijk en 44,77 % voor België.

HOOFDSTUK 6

De invloed op het lot van de groep

Na de redding, op 31 december 2008 bedroeg het totaal actief van de groep nog 651 miljard euro, ten opzichte van een boekhoudkundig eigen vermogen van 5,6 miljard euro, of ongeveer 0,86 % van het balansotaal. De tier 1 solvabiliteitsratio die kon gepubliceerd worden bedroeg echter nog 10,6 % dank zij onder meer de risicoweging en de negatieve AFS reserve (ten belope van 11,9 miljard euro) die wel boekhoudkundig maar

pas à l'égard des fonds propres prudentiels. Au cours des auditions, certains ont mis en question la nécessité de cette augmentation de capital. Le fait que les fonds propres comptables après l'augmentation de capital ne s'élevaient qu'à 5,6 milliards d'euros paraît répondre de manière concluante à cette question.

Il est clair que cette situation de départ ne laissait pas une grande marge d'absorption des chocs. Dans un premier temps, le problème de l'énorme ampleur des actifs et du déséquilibre de leur financement est resté inchangé en raison de l'augmentation de capital, des garanties des États et de la décision de ne pas scinder le groupe.

L'objectif principal de la direction était dès lors de réduire les actifs et le manque de liquidités. Cet objectif figurait d'ailleurs aussi dans le plan approuvé par la Commission européenne en février 2010 (mais déjà discuté depuis début 2009). Au cours de 2009 et de 2010, il a semblé que ce plan porterait ses fruits grâce à des ventes d'actifs (comme FSA) et aux garanties d'État. À cette date, l'administration et les actionnaires croyaient également que Dexia était sur la bonne voie. À l'extérieur, cela a d'ailleurs été confirmé par plusieurs indicateurs. Le cours de bourse, qui était de 3,2 euros par action fin 2008, est passé à un maximum de 7 euros en 2009 (pour redescendre ensuite), et les financements non garantis (*unsecured funding*) (non couverts par les garanties d'État) sont redevenus disponibles à un moment donné.

Il ressort de nombreux témoignages entendus au cours des auditions que, sans la crise de la dette souveraine, le plan de redressement aurait pu porter ses fruits, en dépit d'une situation restée particulièrement fragile. Cette situation sera détaillée dans les parties suivantes. Lorsque les conséquences de cette crise ont été de plus en plus perceptibles pour Dexia, à partir de début 2011, la vulnérabilité du groupe s'est à nouveau manifestée. Cette vulnérabilité remonte à la période antérieure à 2008 et les mesures de redressement prises après le sauvetage ne se sont pas avérées suffisantes. Cete période fut une ère de croissance débridée et de financement sur la base du marché interbancaire. La situation financière des actionnaires de référence privés, déjà affaiblie en raison de l'augmentation de capital de 2008, s'est encore détériorée en raison de l'absence de dividende en espèces et de la chute du cours de bourse.

niet voor het prudentiële eigen vermogen wordt afgetrokken. Tijdens de hoorzittingen werd door sommigen de noodzaak van deze kapitaalsverhoging in vraag gesteld. Het feit dat het boekhoudkundig eigen vermogen na de kapitaalsverhoging slechts 5,6 miljard euro bedroeg lijkt deze vraag afdoende te beantwoorden.

Het is duidelijk dat deze beginsituatie niet veel ruimte laat voor het opvangen van schokken. Door de kapitaalverhoging en de garanties van de Staten en de beslissing om de groep niet te splitsen bleef in eerste instantie het probleem van de enorme omvang van de activa en het onevenwicht in de financiering ervan bestaan.

De hoofddoelstelling van de leiding was dan ook de activa af te bouwen en de liquiditeitsgap te verminderen. Dit werd trouwens ook in het plan dat door de Europese Commissie werd goedgekeurd in februari 2010 (maar dat al van begin 2009 het voorwerp uitmaakte van besprekingen) vooropgesteld. In de loop van 2009 en 2010 leek dit plan ook te zullen slagen, dank zij verkopen van activa (zoals FSA) en de staatsgaranties. Het bestuur en de aandeelhouders geloofden in die tijd ook dat Dexia op de goede weg was. Extern werd dit trouwens bevestigd door een aantal indicatoren. De beurskoers die per einde 2008 3,2 euro per aandeel bedroeg, evolueerde tot een maximum van 7 euro in 2009 (om daarna weer terug weg te zinken) en de *unsecured funding* (niet gedekt door de staatswaarborgen) kwam op zeker ogenblik ook weer beschikbaar.

Hoewel de situatie bijzonder fragiel blijft, zoals in de volgende delen wordt beschreven, blijkt uit vele getuigenissen tijdens de hoorzittingen dat het herstelplan zou kunnen geslaagd zijn indien er geen soevereine crisis zou zijn opgetreden. Wanneer de gevolgen hiervan voor Dexia vanaf begin 2011 meer en meer gevoeld worden, komt de kwetsbaarheid van de groep terug aan de oppervlakte. Die kwetsbaarheid vindt zijn ontstaan in de periode tot 2008 en de herstelmaatregelen na de redding zijn niet voldoende gebleken. Een periode van ongebreidelde groei en van financiering op basis van de interbankenmarkt. De financiële situatie van de private refentieaandeelhouders, die al verzwakt was door de kapitaalverhoging van 2008, wordt nog verder aangetast door het ontbreken van cash dividenden en de daling van de beurskoers.

IV. — LE *DELEVERAGING* 2008-2011 ET LES EXIGENCES DE LA COMMISSION EUROPÉENNE

CHAPITRE 1^{ER}

Contexte et groupe comparatif

Nous reprenons les mêmes institutions que dans le chapitre initial de la première partie.

1. DEPFA BANK

En 2008 Depfa n'échappe pas à la crise et fait face à de graves problèmes de liquidités. La banque a dû prendre des mesures de restructuration de sa dette et a dû revendre une partie de ses actifs dans un contexte de marché relativement difficile.

Fin septembre 2008 le groupe HRE entre en discussion avec le gouvernement fédéral allemand, la *Deutsche Bundesbank*, la "BaFin" (Autorité de Supervision financière allemande) et d'autres représentants du crédit et de l'assurance. Un support de 35 milliards d'euros est décidé et est augmenté à 50 milliards début octobre 2008.

Le groupe HRE envisage une restructuration profonde de ses activités, les activités de "marchés financiers" et de "*trading*" qui ne font pas partie du business model vont être abandonnées. Le groupe envisage également la vente des activités non-stratégiques.

Le problème de liquidité de Depfa s'illustre bien par la répartition des actifs et des passifs par maturité. En 2008 alors que près de 60 % des passifs de Depfa sont des passifs à court-terme, près de 70 % de ses actifs sont des actifs à long terme.

Ce n'est qu'en 2010 que Depfa arrivera à retrouver l'équilibre grâce en partie à la vente d'une partie de son activité à *FMS Wertmanagement* ainsi que par la cession de ses activités non-stratégiques.

IV. — *DELEVERAGING* 2008-2011 EN EISEN VAN DE EUROPESE COMMISSIE

HOOFDSTUK 1

Context en vergelijkingsgroep

Het gaat hier om dezelfde instellingen als in Deel I, Hoofdstuk 1.

1. DEPFA BANK

In 2008 ontsnapt Depfa Bank niet aan de crisis en krijgt het met een torenhoog liquiditeitstekort te maken. In een relatieve moeilijke marktomgeving heeft de bank maatregelen moeten nemen om zijn schulden te herschikken. De bank heeft voorts genoodzaakt gezien een deel van zijn activa te verkopen.

Eind september 2008 knoopt de groep HRE gesprekken aan met de Duitse federale regering, de *Deutsche Bundesbank*, de *BaFin* (de Duitse financiële toezichthouder) en andere vertegenwoordigers van het Duitse krediet- en verzekeringswezen. Er wordt voorzien in steunmaatregelen ten bedrage van 35 miljard euro; dat bedrag wordt begin oktober tot 50 miljard euro verhoogd.

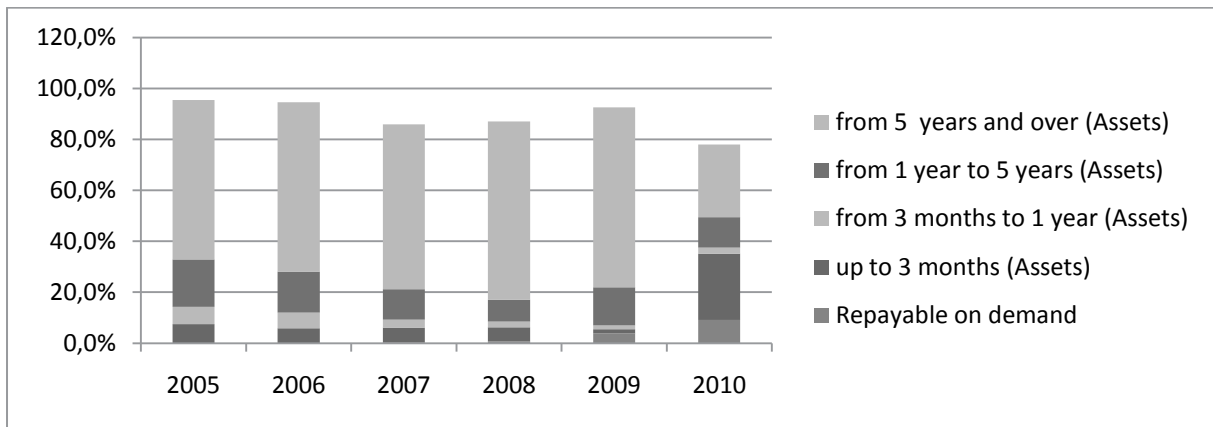
De HRE-groep overweegt een ingrijpende herstructurering van zijn activiteiten; de *financial markets*- en tradingactiviteiten die buiten het businessmodel vallen, zullen worden afgestoten. Bovendien overweegt de groep de niet-strategische activiteiten te verkopen.

Het liquiditeitstekort van Depfa wordt duidelijk geïllustreerd als we de activa en de passiva uitsplitsen volgens looptijd: in 2008 bestaan de passiva van Depfa voor bijna 60 % uit kortetermijnvorderingen, terwijl de activa voor bijna 70 % uit langetermijnmiddelen bestaan.

Pas in 2010 is de financiële toestand van Depfa opnieuw in evenwicht, deels dankzij de verkoop van een deel van zijn activiteiten aan *FMS Wertmanagement*, alsook door het afstoten van zijn niet-strategische activiteiten.

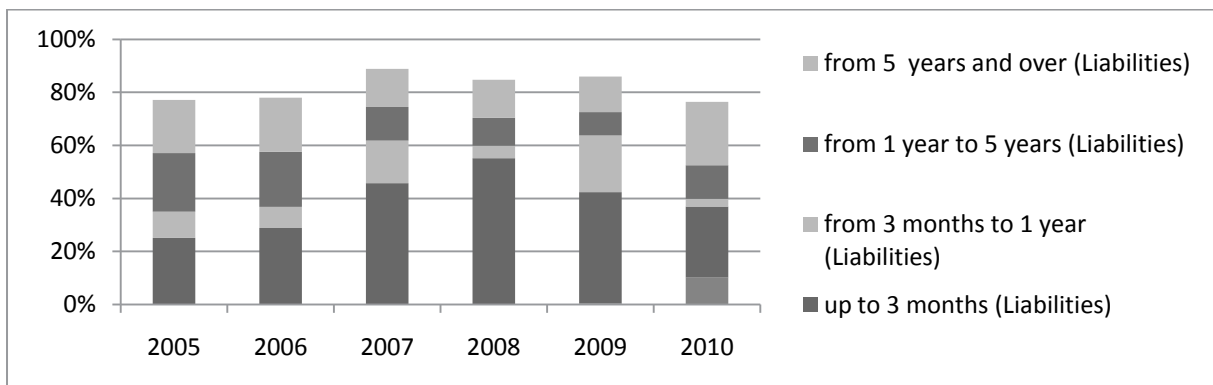
Actif

Activa



Passif

Passiva



Les résultats du groupe encaissent un choc important en 2008, une grande partie de la perte du groupe en 2009 et en 2010 sera attribuable aux frais liés aux garanties offertes par le secteur financier allemand, la *Deutsche Bundesbank* ainsi que le Fonds allemand de stabilisation des marchés financiers (*SoFFin*).

Durant l'année 2009 le groupe continue à utiliser les aides à la liquidité fournies par le secteur financier allemand. Au 31 décembre 2009 ces aides s'élevaient à 95 milliards d'euros.

Suite à cela, le groupe est recapitalisé par le *SoFFin* qui devient le seul actionnaire de *Hypo Real Estate Holding* le 13 octobre 2009.

In 2008 krijgen de resultaten van de groep een zware schok te verwerken; een groot deel van het verlies van de groep in 2009 en 2010 zal toe te schrijven zijn aan de kosten van de waarborgen die zijn verstrekt door de Duitse financiële sector, de *Deutsche Bundesbank* en het Duitse Fonds voor de stabilisering van de financiële markt (*SoFFin*).

Ook in 2009 maakt de groep verder gebruik van de door de Duitse financiële sector verstrekte liquiditeitssteun. Op 31 december 2009 was die steun opgelopen tot 95 miljard euro.

Vervolgens wordt de groep geherkapitaliseerd door de *SoFFin*, die op 13 oktober 2009 de enige aandeelhouder van *Hypo Real Estate Holding* wordt.

Afin de pouvoir obtenir certaines aides Depfa Bank s'engage à restructurer ses activités. Cette restructuration inclut un processus de désinvestissement notamment des principales filiales.

2. BNP Paribas

- 2009

Acquisition par BNP Paribas de Fortis banque qui représente une part importante des activités du groupe (25 %). BNP prend également une participation dans Fortis Assurances à hauteur de 25 %. Après cette opération, la Belgique et le Grand-Duché du Luxembourg deviennent les troisième et quatrième marchés domestiques de BNP Paribas.

En 2009, l'augmentation de 39 % des prêts à 704 milliards d'euros est due à une augmentation des prêts à la clientèle portant le total du poste à 619 milliards et une hausse de 39 % des opérations de location-financement à 34,9 milliards d'euros. Les opérations de pension sont quant à elles passées de 1 à 26 milliards d'euros. Les dépréciations de prêts et créances sur la clientèle sont passés 25,4 milliards d'euros (+77 %). Il est à noter que les prêts et créances venant des clients de BNP Paribas Fortis et BGL BNP Paribas représentaient 197 milliards d'euros soit 29 % du total du groupe (principalement des prêts à la clientèle).

En 2010, les prêts et créances aux institutions financières ont baissés de 29 % à 90 milliards d'euros principalement à cause d'une diminution des opérations de pension de 75 % à 7 milliards d'euros. Les prêts et créances à la clientèle ont augmenté de 1 % à 679 milliards d'euros principalement du fait d'une augmentation de 3 % des prêts à la clientèle à un montant de 634 milliards d'euros.

La forte diminution (-20 %) observée sur les actifs à court terme en 2009 s'explique par une chute de 36 % du portefeuille de produits dérivés à 364 milliards d'euros et de 40 % dans les opérations de pension à 208 milliards d'euros. La diminution du portefeuille de dérivés est due à une chute de 58 % des dérivés de crédit à 35,5 milliards d'euros, de 27 % pour les dérivés de taux d'intérêts à 218 milliards d'euros et de 40 % des dérivés sur actions à 70,2 milliards d'euros.

En 2010, une légère augmentation est observée (0,2 %) qui peut se décomposer en une augmentation de 15 % dans les obligations à 109 milliards d'euros et de 14 % dans les actions et autres titres à revenus

Om bepaalde steunmaatregelen te kunnen genieten, stemt Depfa Bank ermee in zijn activiteiten te herstructureren. Die herstructurering houdt onder meer desinvesteringsmaatregelen in, met name ten aanzien van de belangrijkste dochterondernemingen.

2. BNP Paribas

- 2009

In 2009 verwerft BNP Paribas Fortis Bank, die een groot deel van de activiteiten van de groep (25 %) in handen heeft. BNP neemt voor 25 % ook een participatie in Fortis Verzekeringen. Na die operatie worden België en het Groothertogdom Luxemburg respectievelijk de derde en vierde grootste thuismarkt van BNP Paribas.

In 2009 is de stijging van de leningen met 39 % (tot 704 miljard euro) te verklaren door meer leningen aan het cliënteel, waarmee het totaalbedrag van die post uitkomt op 619 miljard euro. De financiële-leasingverrichtingen stijgen met 39 % tot 34,9 miljard euro. De repo-verrichtingen dan weer van 1 miljard tot 26 miljard euro. De waardeverminderingen op leningen en de vorderingen op klanten stegen tot 25,4 miljard euro (+77 %). Overigens vertegenwoordigen de leningen aan de klanten en de vorderingen van BNP Paribas Fortis en BGL BNP Paribas een bedrag van 197 miljard euro, d.w.z. 29 % van het totaal van de groep (hoofdzakelijk leningen aan klanten).

In 2010 dalen de leningen en vorderingen aan de financiële instellingen met 29 %, tot 90 miljard euro, voornamelijk door een vermindering van de repo-verrichtingen met 75 %, tot 7 miljard euro. De leningen aan en vorderingen van het cliënteel stijgen met 1 % (tot 679 miljard euro), vooral omdat de leningen aan het cliënteel met 3 % toenemen, tot een bedrag van 634 miljard euro.

De scherpe daling (-20 %) in 2009 van de kortetermijnactiva kan worden verklaard door een daling met 36 % van de derivatenportefeuille (tot 364 miljard euro) en met 40 % van de repo-verrichtingen, tot 208 miljard euro. De afslanking van de derivatenportefeuille is te wijten aan een daling met 58 % van de kredietderivaten (tot 35,5 miljard euro), met 27 % van de *intrest rate swaps* (tot 218 miljard euro) en met 40 % van de aandelerderivaten (tot 70,2 miljard euro).

In 2010 wordt een lichte stijging opgemerkt (+0,2 %) die eensdeels toe te schrijven is aan een toename met 15 % (tot 109 miljard euro) inzake obligaties en aan een stijging met 14 % (tot 111 miljard euro) inzake aandelen

variables à 111 milliards d'euros. Le portefeuille de produits dérivés continue par contre de décroître à 348 milliards d'euros (-4 %). La décomposition de l'évolution du portefeuille de dérivés comprend une baisse de 44 % des dérivés d'actions à 39,4 milliards d'euros et de 15 % des dérivés de crédit à 30,3 milliards d'euros. Les dérivés de taux d'intérêts ont augmenté de 10 % à 240 milliards d'euros.

Le premier semestre de 2011 est marqué par une baisse de 6 % qui peut s'expliquer par les effets conjugués d'une baisse de 12 % des actions et titres à revenus variables à 98 milliards d'euros, de 8 % des opérations de pensions à 195 milliards d'euros et de 14 % sur les produits dérivés. Cette dernière diminution peut se décomposer en une diminution de 18 % sur les dérivés de taux d'intérêts à 203 milliards d'euros et de 8 % sur les dérivés de crédit à 28 milliards d'euros. Il est à noter que les obligations sont à nouveaux en augmentation de 5,5 % à 115 milliards d'euros. Cette augmentation se répartit équitablement entre les obligations d'État et les autres obligations.

En ce qui concerne l'évolution du passif, la réduction de 20 % des emprunts court terme en 2009 est due à une diminution de 35 % du portefeuille de produits dérivés à 356 milliards d'euros et une diminution de 43 % à 209,3 milliards d'euros des opérations de pension. La réduction du portefeuille de produits dérivés se décompose en une diminution de 28 % dans les dérivés de taux d'intérêt à 211 milliards d'euros, une diminution de 57 % dans les dérivés de crédit à 35,5 milliards et une réduction de 35 % dans les dérivés sur actions à 67,8 milliards. Il est à noter que 43 milliards d'euros de produits dérivés provenaient de BNP Paribas Fortis et de BGL BNP Paribas. Le montant dû aux institutions de crédit a augmenté de 19 % à 221 milliards d'euros principalement du fait des opérations de pensions qui ont crû de 113 % à 49,4 milliards d'euros. 24 % des montants dus aux institutions de crédit provenaient de BNP Paribas Fortis et BGL BNP Paribas (en ce compris 32 milliards d'euros des opérations de pension).

En 2010, la diminution de 4 % est due principalement à une diminution de 24 % des montants dus aux établissements de crédit à 168 milliards d'euros (en ce compris une diminution de 30,8 milliards des opérations de pension) et à une diminution de 3 % du portefeuille de produits dérivés à 345,5 milliards d'euros. Cette diminution peut être décomposée en une diminution de 40 % des dérivés sur actions à 41 milliards d'euros, une diminution de 15 % des dérivés de crédit à 30 milliards d'euros et une diminution de 39 % des autres dérivés à 7,6 milliards d'euros. Ces diminutions sont partiellement compensées par une augmentation de 12 % des dérivés de taux d'intérêts à 236 milliards d'euros. Il est à noter

en de andere effecten met variabele rente, maar anderdeels krimpt de derivatenportefeuille nog steeds en is die nog slechts goed voor 348 miljard euro (-4 %). De daling van de derivatenportefeuille is te wijten aan een daling met 44 % (tot 39,4 miljard euro) voor de aandelenderivaten en met 15 % (tot 30,3 miljard euro) voor de kredietderivaten. De *intrest rate swaps* stegen met 10 %, tot 240 miljard euro.

In het eerste semester van 2011 wordt een daling met 6 % vastgesteld, die te wijten is aan het samengaan van een daling met 12 % van de aandelen en de effecten met variabele rente (tot 98 miljard euro), met 8 % van de repo-verrichtingen (tot 195 miljard euro) en met 14 % van de derivaten — dat laatste is toe te schrijven aan de daling met 18 % van de *intrest rate swaps* (tot 203 miljard euro) en met 8 % van de kredietderivaten, tot 28 miljard euro. Op te merken valt dat de obligaties opnieuw stegen met 5,5 %, tot 115 miljard euro. Die toename is evenwichtig verdeeld over de staatsobligaties en de andere obligaties.

Wat de evolutie van de passiva betreft, is de daling met 20 % van de leningen op korte termijn in 2009 toe te schrijven aan een daling met 35 % van de derivatenportefeuille (tot 356 miljard euro) en aan de daling met 43 % (tot 209,3 miljard euro) van de repo-overeenkomsten. De daling van de derivatenportefeuille is te wijten aan de daling met 28 % van de *intrest rate swaps* (tot 211 miljard euro), de daling met 57 % van de kredietderivaten (tot 35,5 miljard euro) en de daling met 35 % van de aandelenderivaten, tot 67,8 miljard euro. Op te merken valt dat 43 miljard euro aan derivaten afkomstig waren van BNP Paribas Fortis en van BGL BNP Paribas. Het aan de kredietinstellingen verschuldigde bedrag steeg met 19 % (tot 221 miljard euro), voornamelijk doordat de repo-overeenkomsten met 113 % aangroeiden, tot 49,4 miljard euro. 24 % van de aan de kredietinstellingen verschuldigde bedragen waren afkomstig van BNP Paribas Fortis en van BGL BNP Paribas (waarvan 32 miljard euro aan repo-overeenkomsten).

In 2010 is de daling met 4 % voornamelijk te wijten aan een daling met 24 % (tot 168 miljard euro) van de aan de kredietinstellingen verschuldigde bedragen (rekening gehouden met een daling met 30,8 miljard euro van de repo-overeenkomsten), alsook aan een daling met 3 % van de derivatenportefeuille, tot 345,5 miljard euro. Die afname is toe te schrijven aan de daling met 40 % van de aandelenderivaten (tot 41 miljard euro), een daling met 15 % van de kredietderivaten (tot 30 miljard euro) en een daling met 39 % van de overige derivaten, tot 7,6 miljard euro. Die dalingen worden deels gecompenseerd door een stijging met 12 % van de *intrest rate swaps*, tot 236 miljard euro. Op te merken valt dat de leningen

que les emprunts de titres et ventes à découvert ont augmenté de 23 % à 102 milliards d'euros.

Le premier semestre 2011 a été marqué par la diminution de 14 % à 297 milliards d'euros pour le portefeuille de produits dérivés. Cette diminution se décompose en une diminution de 16 % à 198 milliards d'euros des dérivés de taux d'intérêts, de 8,5 % sur les dérivés d'actions à 37,5 milliards d'euros et de 10 % sur les dérivés de crédit à 27 milliards d'euros. Il est à noter que les opérations de pension ont augmenté de 5 % à 235 milliards d'euros.

La base de dépôt du groupe est en hausse de 46 % à 605 milliards d'euros en 2009 et reflète l'augmentation de 45 % des comptes à terme et des comptes d'épargne à 234,5 milliards d'euros ainsi que la croissance de 31 % des dépôts à vue à 261 milliards d'euros. 32 % des dépôts du groupe pour cette année étaient imputables à BNP Paribas Fortis et BGL BNP Paribas répartis en 88 milliards d'euros de comptes à terme et comptes d'épargne, 52,3 milliards d'euros de dépôts à vue et 51 milliards des opérations de pension.

2010 est marqué par une diminution de 24 milliards d'euros dus à une baisse de 35,6 milliards d'euros en opérations de pension (-56 %) partiellement compensée par une augmentation de 3 % des comptes à termes à 241,4 milliards d'euros.

3. Deutsche Bank AG (DB)

• 2010

Acquisition du réseau bancaire commercial de *Postbank* en Allemagne ainsi que d'une partie de celui d'ABN-AMRO aux Pays-Bas. DB finalise également l'achat du gestionnaire de fortune allemand *Sal. Oppenheim jr. & Cie*. Ces dernières acquisitions reflètent la volonté de la DB d'augmenter sa base de dépôts.

4. ING

• 2009

ING Groep est le premier groupe de services financiers du Benelux. La première priorité de 2009 était de renforcer la position financière et de naviguer à travers la crise, ING a donc introduit le "*Back to Basics programme*" mettant en place d'ambitieux objectifs, ajustés tout au long de l'année. La banque a revu son portefeuille afin de créer une compagnie avec moins

van effecten en de *short selling* met 23 % stegen, tot een bedrag van 102 miljard euro.

In het eerste semester van 2011 wordt voor de derivatenportefeuille een daling opgetekend van 14 %, tot 297 miljard euro. Die daling is te wijten aan een afname met 16 % (tot 198 miljard) euro van *de interest rate swaps*, met 8,5 % van de aandelenderivaten (tot 37,5 miljard euro) en met 10 % van de kredietderivaten, tot 27 miljard euro. Er zij opgemerkt dat de repo-verrichtingen stijgen tot 235 miljard euro (+ 5 %).

In 2009 versterkt de depositobasis van de groep met 46 % (tot 605 miljard euro), dankzij de toename met 45 % van de saldi op de termijnrekeningen en de spaarrekeningen (tot 234,5 miljard euro), alsook dankzij de aangroei met 31 % (tot 261 miljard euro) van de saldi op de zichtrekeningen. 32 % van de deposito's van de groep voor dat jaar zijn toe te schrijven aan BNP Paribas Fortis en BGL BNP Paribas (88 miljard euro op de termijnrekeningen en de spaarrekeningen, 52,3 miljard euro op de zichtrekeningen en 51 miljard euro inzake de repo-overeenkomsten).

In 2010 wordt een daling met 24 miljard euro getoetend, die te wijten was aan een daling met 35,6 miljard euro voor de repo-overeenkomsten (-56 %). Die daling wordt deels gecompenseerd door een stijging van de saldi op de termijnrekeningen tot 241,4 miljard euro (+3 %).

3. Deutsche Bank AG (DB)

• 2010

Overname van het commercieel banknetwerk van de *Postbank* in Duitsland, alsook van een deel van het netwerk van ABN AMRO in Nederland. DB legt tevens de laatste hand aan de overname van de Duitse vermogensbeheerder *Sal. Oppenheim jr. & Cie*. Deze laatstgenoemde overnames weerspiegelen het streven van DB om haar depositobasis te verbreden.

4. ING

• 2009

ING Groep is de belangrijkste financiële-dienstverleningsgroep in de Benelux. De hoofdzorg voor 2009 bestaat erin de financiële positie te versterken en de groep door de crisis te loodsen. ING werkt daarom het *Back to Basics*-programma uit met ambitieuze doelstellingen, die het hele jaar door worden bijgesteld. De bank herschikt zijn portefeuille om zichzelf om te vormen tot

d'activités plus cohérentes. En effet, un des objectifs clés du *Back to Basics* était de réduire la complexité du groupe. Une division opérationnelle a été réalisée le 1^{er} juin 2009 en séparant les *management boards* des deux business banque et assurance. Le 25 novembre 2009, la décision de diviser la compagnie (séparation des activités banque, assurance et gestion des investissements) a été approuvée par les actionnaires. La banque a de fortes positions en banque de détails et en banques commerciales en Europe de l'Ouest, elle est le leader de la banque en ligne dans le monde et a des opportunités de marché grandissantes en Europe centrale et de l'Est ainsi qu'en Asie. L'activité assurances d'ING a une des plus larges empruntes dans le monde, est spécialisée dans les assurances vie et service de gestion des pensions aux USA et au Pays-Bas, combinée à de fortes positions dans le marché émergent de l'Europe centrale et de l'Est, de l'Asie et de l'Amérique Latine. Plusieurs désinvestissements sont annoncés en 2009.

• 2010

Après les trois années de crise, 2010 a été une année de transition qui a été marquée par d'importantes étapes pour créer des compagnies *stand alone* en préparation à la séparation finale des différentes activités. La performance du groupe a été bonne et les mesures prises grâce au "*Back to Basics programme*" visant à réduire les risques et les coûts ainsi que le *deleveraging* ont permis de restaurer rapidement une profitabilité saine. ING a aussi géré activement son portefeuille souverain et a défini clairement les objectifs de performances futures des activités bancaires et d'assurances. Un certain nombre de cessions ont été réalisées. ING a également confortablement passé le stress test mené par le "*Committee of European Banking Supervisors*". ING a fait face à des changements dans l'environnement législatif puisque des propositions ont été faites par les autorités régulatrices pour augmenter le capital, la liquidité et les exigences en termes de risque pour les banques. ING a fait beaucoup d'efforts pour se préparer à ces changements. La plupart de ces exigences n'entreront pas en vigueur avant 2013, mais ING est relativement bien positionnée pour les rencontrer.

L'évolution des actifs et passifs liés au *trading* pour la période considérée mérite quelques commentaires. Le montant des actifs de *trading* a diminué de 2007 à 2009. Ils étaient principalement constitués de prêts et créances en 2006 et 2007, à partir de 2008, ils ont diminué à l'inverse des dérivés. En 2009, ces derniers ont diminué et ensuite augmenté légèrement en 2010, tout comme le total des actifs de *trading*. Du côté des

een groep met minder maar coherenter activiteiten. De groep minder complex maken was immers een van de hoofddoelstellingen van *Back to Basics*. Op 1 juni 2009 wordt een operationele opdeling doorgevoerd: de *management boards* worden gescheiden van de twee businessstakken bank en verzekering. De beslissing om de groep op te delen (splitsing van de activiteiten bank, verzekering en beheer van de investeringen) wordt door de aandeelhouders goedgekeurd op 25 november 2009. De bank staat in West-Europa sterk op het gebied van *retailbanking* en commercieel bankieren, is wereldwijd de nummer één op het vlak van *on line*-bankieren en heeft groeiende marktopportunities in Centraal- en Oost-Europa alsook in Azië. De activiteit verzekering van ING is een van de meest succesvolle ter wereld; de tak is gespecialiseerd in levensverzekeringen en pensioenbeheer in de Verenigde Staten en in Nederland, en heeft daarnaast een sterke positie in de opkomende markten van Centraal- en Oost-Europa, Azië en Latijns-Amerika. In 2009 wordt op diverse vlakken een afbouw van de investeringen aangekondigd.

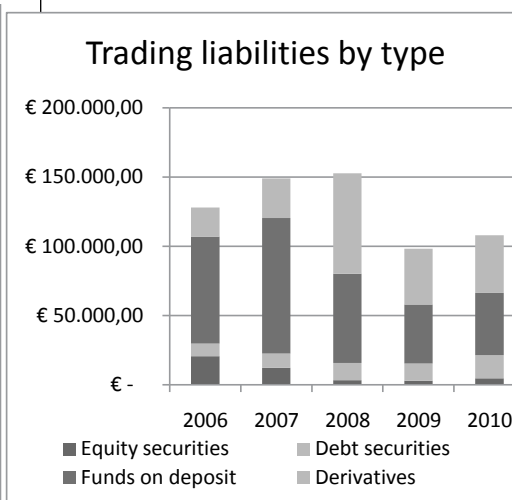
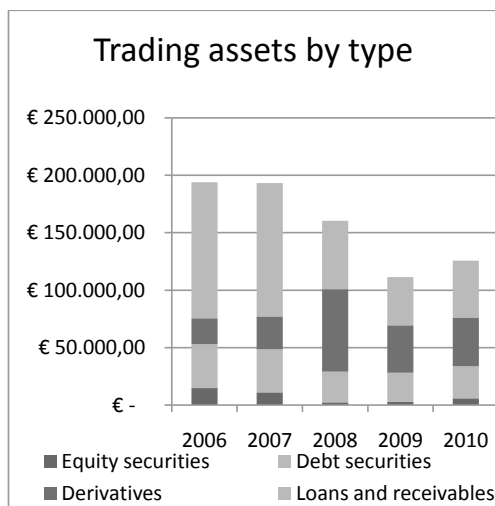
• 2010

Na de drie crisisjaren geldt 2010 als een overgangsjaar, waarin belangrijke stappen worden gezet om *stand alone*-ondernemingen te creëren als voorbereiding op de definitieve splitsing van de verschillende activiteiten. De groep presteert goed en de maatregelen die in het kader van het *Back to Basics*-programma worden genomen om de risico's en de kosten te verminderen, hebben, samen met de *deleveraging*, spoedig tot een nieuwe evenwichtige rentabiliteit geleid. ING beheert ook actief zijn staatsschuldportefeuille en stelt duidelijke streefdoelen vast voor de bank- en verzekeringsactiviteiten. Sommige onderdelen van de groep worden overgedragen. Ook doorstaat ING moeiteloos de stresstest door het *Committee of European Banking Supervisors*. ING moet rekening houden met wijzigingen in de wetgeving, aangezien de regulerende instanties voorstellen hebben gedaan om het kapitaal en de liquiditeit te verhogen en om in strengere eisen te voorzien wat de bankrisico's betreft. ING doet heel wat inspanningen om zich op die wijzigingen voor te bereiden. De meeste van die eisen hebben pas uitwerking vanaf 2013, maar ING is redelijk goed gepositioneerd om aan die eisen te voldoen.

De evolutie van de activa en passiva met betrekking tot de *trading* tijdens de beschouwde periode, vraagt enig commentaar. Tussen 2007 en 2009 is het bedrag van de *trading*activa verminderd. In 2006 en 2007 bestonden die hoofdzakelijk uit leningen en vorderingen. Vanaf 2008 wordt een daling vastgesteld, in tegenstelling tot wat voor de derivaten het geval was. In 2009 dalen die derivaten, om daarna in 2010 lichtjes te stijgen, net

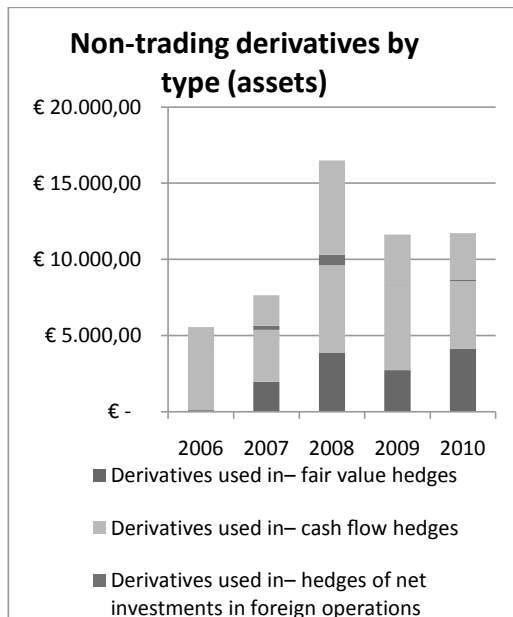
passifs, le montant total a augmenté de 2006 à 2008, principalement constitués des fonds en dépôts. Ces derniers ont augmenté en 2006 et 2007, et diminué à partir de 2008, alors que les dérivés ont augmenté.

als het totaal van de *tradingactiva*. Aan passiefzijde is het totaal tussen 2006 en 2008 toegenomen. Het betreft daarbij vooral depositofondsen: deze zijn toegenomen in 2006 en 2007, en vervolgens vanaf 2008 afgenomen, terwijl de derivaten toen een stijging vertonen.



En ce qui concerne la politique de *hedging* adoptée par ING Groep, la banque utilise des dérivés à des fins de couverture économique dans la gestion actif-passif des portefeuilles. Les principaux dérivés sont les *swaps* de taux d'intérêt et les *swaps* combinés taux d'intérêt et devises ("*cross currency interest rate*"). Ils sont utilisés comme couverture contre les variations de la juste valeur d'instruments à taux fixe en raison de fluctuations des taux d'intérêt du marché, contre les risques de change sur les filiales étrangères,... Le traitement comptable des opérations de couverture varie selon la nature de l'instrument couvert et si la couverture est admissible en vertu des règles IFRS-UE de comptabilité de couverture (trois modèles applicables: comptabilité de juste valeur, comptabilité de couverture de flux de trésorerie et comptabilité de couverture d'investissement net).

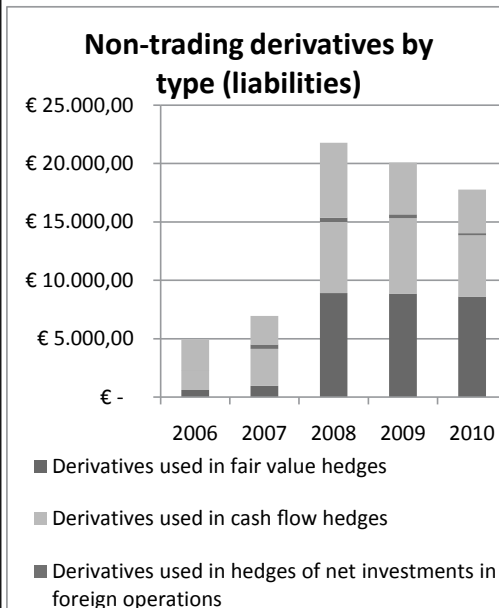
Wat het *hedging*-beleid van ING Groep betreft, gebruikt de bank derivaten als middel voor economische dekking bij het beheer van de activa en passiva in de portefeuilles. De belangrijkste derivaten zijn de rente-*swaps* en de gemengde interest- en deviezenswaps ("*cross currency interest rate*"). Ze worden aangewend als afdekkingsmiddel tegen de schommelingen van de reële waarde van vastrentende instrumenten als gevolg van marktrentevoetschommelingen, tegen het wisselkoersrisico op de buitenlandse filialen, ... De boekhoudkundige verwerking van de afdekkingstransacties varieert naar gelang de aard van het afgedekte instrument en het feit of de dekking al dan niet toelaatbaar is op basis van de IFRS-normen voor de administratieve verwerking van afdekkingstransacties (er zijn drie soorten afdekkingsrelaties: reëlewaardeafdekking, kasstroomafdekking en afdekking van een netto-investering).



Nous constatons que les dérivés *non-trading* ont fortement augmenté en 2008, du côté actif comme du côté passif et ont diminué par la suite. Du côté passif, les dérivés utilisés comme couverture à la juste valeur ont subi une forte augmentation en 2008.

Les dérivés de Dexia SA ont augmenté fortement en 2008 (plus qu'un doublement de valeur) et principalement pour du *trading* du côté actif comme du côté passif. Du côté passif, les dérivés pour couverture à la juste valeur ont également augmenté.

Il est également intéressant de lier cette analyse de la politique de couverture des risques bilantaires d'ING à une analyse sur la répartition du bilan par maturité résiduelle.

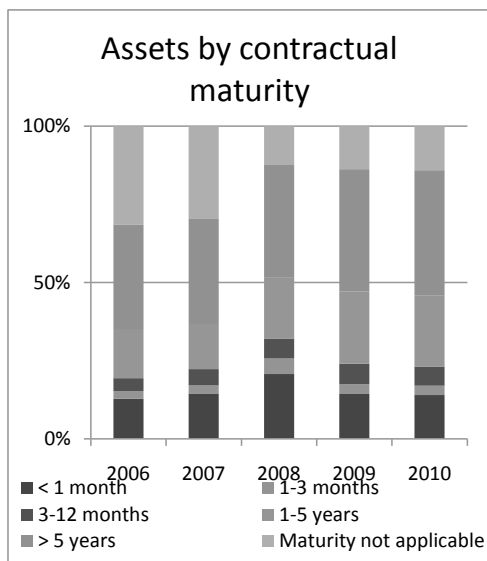


We stellen vast dat de *non-trading*-derivaten in 2008 zowel aan actief- als aan passiefzijde sterk toenemen, en vervolgens dalen. Wat de passiva betreft, nemen de derivaten die als reële waardeafdekking worden gebruikt, in 2008 sterk toe.

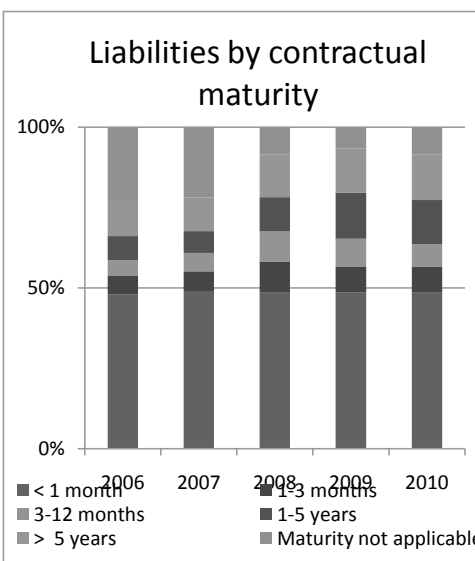
De derivaten van Dexia nv vertonen in 2008 een forse stijging (meer dan een waardeverdubbeling) en dat hoofdzakelijk inzake *trading*, aan actief- én aan passiefzijde. Ook wat de passiva betreft, zien we voor de derivaten gebruikt voor reële waardeafdekking een toename.

Het is eveneens interessant deze analyse van het afdeckingsbeleid voor de balansrisico's van ING te koppelen aan een analyse van de balansverdeling volgens resterende looptijd.

Actifs et passifs par maturité résiduelle



Activa en passiva volgens resterende looptijd



Du côté des actifs, la majorité des actifs sont de maturité plus grande que 5 ans. En 2006, il y a beaucoup d'actifs de maturité inférieure à un mois (environ la moitié). Du côté des passifs, presque la moitié des instruments ont des maturités de moins d'un mois. Il n'y a pas d'évolutions significatives de 2006 à 2010, nous pouvons tout de même remarquer qu'après 2007, il y a un peu plus d'actifs de maturité entre 3 et 5 ans et de plus de 5 ans.

Dexia SA a des actifs majoritairement de maturité inférieure à 3 mois ou supérieure à 5 ans. Du côté des passifs, les maturités sont inférieures à 3 mois et supérieures à 5 ans.

5. Mise en perspective du caractère systémique des institutions ainsi que des signes de détresse financière

Suivant les directives du comité de Bâle sur les méthodes d'évaluation du caractère systémique des institutions financières¹ ainsi que la littérature sur les prédicteurs de périodes de détresse financière pour les groupes bancaires², cette section propose de comparer différents indicateurs pour certaines banques du groupe de comparaison. Il est important de noter que ces banques ont été sélectionnées entre autres pour

¹ Voir "Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement", novembre 2011.

² Voir par exemple: "Distress in European Banks: An Analysis Based on a New Data Set", working paper du FMI par Cihak et Poghosyan (2009).

Aan de actiefzijde hebben de meeste activa een looptijd van meer dan vijf jaar. In 2006 zijn er tal van activa met een looptijd van minder dan één maand (ongeveer de helft). Aan de passiefzijde heeft bijna de helft van de instrumenten een looptijd van minder dan één maand. Van 2006 tot 2010 doen zich geen significante ontwikkelingen voor; niettemin kan worden opgemerkt dat er na 2007 ietwat meer activa zijn met een looptijd tussen 3 en 5 jaar en meer dan 5 jaar.

Dexia NV heeft vooral activa met een looptijd van minder dan drie maanden of meer dan 5 jaar. Aan de passiefzijde zijn de looptijden korter dan 3 maanden en langer dan 5 jaar.

5. Perspectiefplaatsing van de systeemrelevantie van de instellingen en van de tekenen van een financiële nood situatie

Overeenkomstig de richtlijnen van het Comité van Bazel over de evaluatiemethoden van de systeemrelevantie van de financiële instellingen¹ en de literatuur in verband met de prognose-indicatoren van periodes van grote financiële moeilijkheden voor de bankgroepen², bevat deze afdeling een vergelijking van de verschillende indicatoren voor bepaalde banken uit de vergelijkingsgroep. Het is belangrijk erop te wijzen dat die banken

¹ Zie: "Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement", november 2011.

² Zie bijvoorbeeld: "Distress in European Banks: An Analysis Based on a New Data Set", working paper van het IMF door Cihak en Poghosyan (2009).

leur appartenance à la liste des institutions bancaires systémiques publiée chaque année par le Comité de stabilité financière créé par le G-20.

Toutes les informations utilisées dans cette section proviennent des rapports annuels ou de *Bloomberg Finance*.

5.1. Ratio de capitalisation

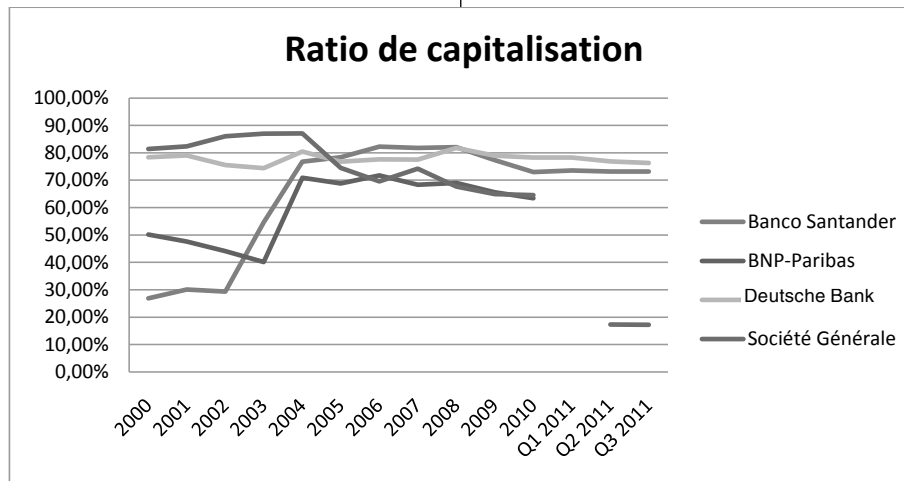
Cet indicateur reflète le niveau de levier dans le financement à long terme, i.e. la part du financement à long terme provenant d'emprunts plutôt que de capitaux propres.

onder meer werden geselecteerd omdat ze voorkomen op de lijst met systeemrelevante bankinstellingen die de door de G-20 opgerichte Raad voor financiële stabiliteit jaarlijks publiceert.

Alle in deze afdeling gebruikte informatie komt uit de jaarrapporten of is afkomstig van *Bloomberg Finance*.

5.1. Kapitalisatieratio

Deze indicator weerspiegelt de hefboom bij langetermijnfinanciering, dat wil zeggen het deel van de langetermijnfinanciering dat afkomstig is van leningen in plaats van uit eigen kapitaal.

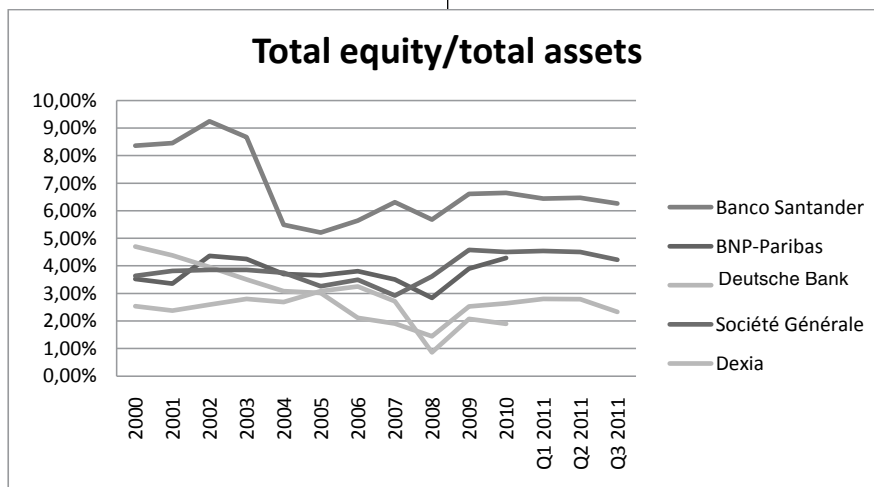


On observe que la *Deutsche Bank* ainsi que *Banco Santander* maintiennent un niveau de levier relativement stable et élevé sur la période. *BNP Paribas* tend à augmenter son levier en début de période mais se stabilise par la suite à un niveau inférieur aux deux banques précédentes. La *Société Générale* quant à elle tend à réduire son niveau de levier sur la période pour l'amener à un niveau inférieur à 20 % au cours de 2011.

Kennelijk handhaven *Deutsche Bank* en *Banco Santander* tijdens die periode een vrij stabiele en sterke hefboomfinanciering. *BNP Paribas* streeft er in het begin van de periode naar haar hefboom te versterken, maar stabiliseert die vervolgens op een lager peil dan de beide voornoemde banken. *Société Générale* streeft er tijdens die periode dan weer naar haar hefboom te verlagen, om die in de loop van 2011 terug te brengen tot minder dan 20 %.

5.2. Total equity / total assets

5.2. Total equity / total assets



Cet indicateur simple de levier financier donne une vue directe sur la capacité de l'institution à absorber un choc négatif inattendu tel qu'un déclin subit de la valeur des actifs. L'évolution pour *Banco Santander* est cohérente avec l'augmentation de son niveau de levier observé dans la figure précédente. On constate cependant grâce à cet indicateur que la banque est relativement mieux préparée à absorber un choc exceptionnel que les autres banques du groupe de comparaison. Les niveaux pour les trois autres banques sont également cohérents avec l'analyse précédente. On peut constater que le *ratio* remonte pour les quatre banques après l'éclatement de la crise des *subprimes* certainement du fait de l'intensification des contraintes de régulation en matière de fonds propres impactant le dénominateur mais également de la diminution du total de l'actif.

Le niveau très important de levier pour *Deutsche Bank* a souvent été soulevé sans pour autant que la tendance observée semble refléter une volonté de corriger la situation. Il est à noter que cette analyse ne dit rien à propos de l'évolution des *ratios* de solvabilité utilisant une pondération par les risques (type *Core Tier one* pour les recommandations du Comité de Bâle). Même si la régulation financière actuelle privilégie ce type d'indicateur, nos indicateurs plus simples ont l'avantage de ne pas recourir à une pondération arbitraire³.

Le fait que le niveau de levier de Dexia soit supérieur à celui de la DB, souvent pointée du doigt pour ce

³ Le lecteur intéressé est renvoyé à "Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges" par P. Slovik, OECD working paper, 2011 ainsi qu'à Cihak et Poghossyan (2009) pour plus d'informations à ce sujet.

Deze eenvoudige indicator in verband met de financiële hefboom verschaft een rechtstreekse kijk op het vermogen van de instelling om een onverwachte ongunstige schok op te vangen, zoals bijvoorbeeld een plotse daling van de waarde van de activa. De evolutie voor *Banco Santander* spoort met de in voormelde grafiek geconstateerde versterking van haar hefboom. Dankzij die indicator kan evenwel worden vastgesteld dat die bank verhoudingsgewijs beter is voorbereid om een uitzonderlijke schok op te vangen dan de andere banken uit de vergelijkingsgroep. De hefbomen voor de drie andere banken liggen eveneens in de lijn van voorgaande analyse. We zien dat de ratio voor de vier banken opnieuw stijgt nadat de *subprime*-crisis was uitgebroken; zulks is zeker toe te schrijven aan de strengere wettelijke reguleringsbeperkingen inzake het eigen vermogen (wat een weerslag heeft op de noemer), maar ook aan de daling van de totale activa.

De zeer hoge hefboom voor *Deutsche Bank* is vaak ter sprake gebracht, maar zonder dat die trend lijkt te wijzen op het oogmerk om de toestand te verhelpen. Opgemerkt zij dat uit deze analyse niets kan worden opgemaakt omtrent de evolutie van de solvabiliteitsratio's waarbij een risicoweging wordt gehanteerd (van het type *Core Tier One* voor de aanbevelingen van het Comité van Bazel). Ook al staat de vigerende financiële regulering dat soort indicator voor, toch hebben onze eenvoudiger indicatoren het voordeel dat ze geen willekeurige weging hanteren³.

Het feit dat de hefboom voor Dexia gedurende het grootste deel van de beschouwde periode hoger is

³ Voor meer informatie over dit onderwerp wordt de geïnteresseerde lezer verwezen naar "Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges" door P. Slovik, OECD working paper, 2011, alsmede naar Cihak en Poghossyan (2009).

problème, sur la majeure partie de la période observée mérite d'y prêter attention. L'évolution pour Dexia au cours de la période se traduit par une légère diminution du niveau de levier jusqu'en 2006 où il connaît une forte augmentation jusqu'en 2008. Cette tendance suit l'explosion de la taille du bilan à l'époque sous l'impulsion des acquisitions (e.g. DenizBank).

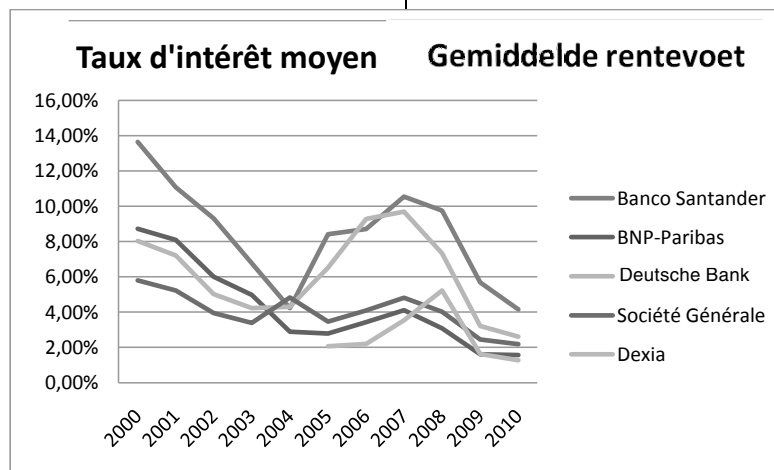
5.3. Interest expense/ Average interest-bearing liabilities

Cet indicateur donne une approximation du taux d'intérêt moyen global offert par la banque. La forte tendance décroissante s'explique en partie par la centralisation du contrôle des prix dans les mains de la Banque centrale européenne suite à l'instauration de la monnaie unique.

dan die voor DB (hetgeen vaak wordt aangestipt als de oorzaak van het knelpunt) verdient de nodige aandacht. De evolutie voor Dexia tijdens de periode resulteert in een lichte daling van de hefboom tot in 2006, waarna die sterk toeneemt tot in 2008. Die trend doet zich voor ingevolge de toenmalige enorme toename van de balans onder impuls van de overnames (bijvoorbeeld DenizBank).

5.3. Interest expense/Average interest-bearing liabilities

Deze indicator geeft bij benadering de gemiddelde algemene rentevoet aan die door de bank wordt geboden. De sterke neerwaartse trend is deels te verklaren door de centralisatie van de prijzencontrole bij de Europese Centrale Bank na de invoering van de eenheidsmunt.



La littérature nous enseigne que des niveaux plus importants du taux d'intérêt moyen devraient être associés avec une probabilité plus importante de détresse financière. Il faut cependant être attentif au fait que les différentes banques ont des répartitions géographiques de leurs activités qui diffèrent fortement et il n'est donc pas inenvisageable que les différentiels dans les conditions économiques sous lesquels les groupes opèrent suivant leurs différentes expositions puissent influencer fortement les résultats présentés dans cette figure. À titre d'exemple, *Banco Santander* est très présent en Amérique latine où de nombreux pays connaissent des taux d'inflation élevés au cours de la période étudiée⁴.

Uit de literatuur blijkt dat naarmate de gemiddelde rentevoet hoger ligt, de kans op financiële perikelen stijgt. Niettemin moet men er acht op slaan dat de verschillende banken hun activiteiten geografisch totaal anders spreiden. Daardoor is het niet denkbeeldig dat de verschillen in de economische omstandigheden waarin die groepen hun activiteiten uitoefenen, de door deze grafiek geïllustreerde resultaten sterk kunnen beïnvloeden, afhankelijk van de risicoblootstelling. *Banco Santander*, bijvoorbeeld, was heel sterk verankerd in Latijns-Amerika, en veel landen in die regio kampten tijdens de onderzochte periode met een hoge inflatiegraad⁴.

⁴ Le taux d'inflation au Chili en 2008 est de 8,7 % et de 7 % en Colombie alors qu'il n'est que de 2,7 % en Allemagne.

⁴ In 2008 bedraagt de inflatiegraad in Chili 8,7 % en 7 % in Colombia, tegenover slechts 2,7 % in Duitsland.

5.4. Wholesale funding⁵

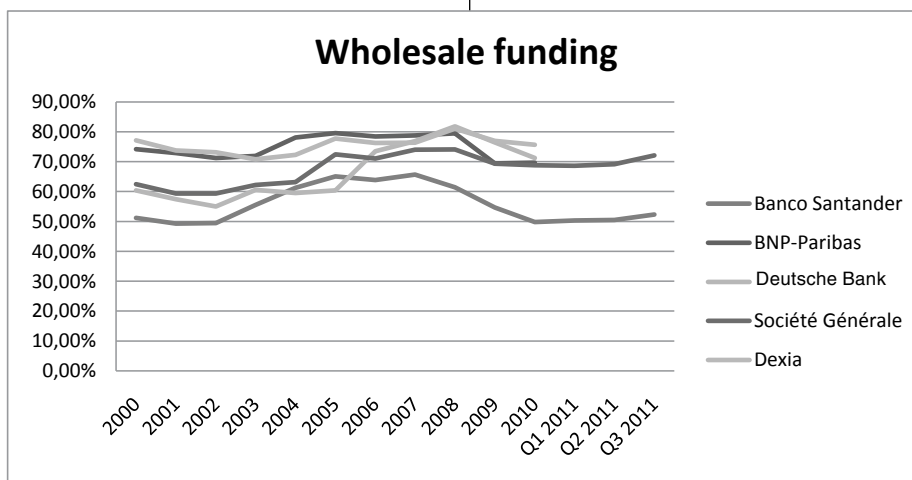
Ce ratio tente de montrer la dépendance de l'institution financière aux sources de financement autres que la base de dépôts et les fonds propres. Ces autres sources comprennent le marché interbancaire (court terme et long terme). Les faillites de *Bear Stearns*, *Northern Rock* et *Lehman Brothers* ont montré par le passé qu'une trop forte dépendance au marché interbancaire à court terme peut devenir un facteur important de détresse financière. En effet, le risque de liquidité ne revêt pas la même importance que les autres risques auxquels une institution financière peut être exposée car l'impossibilité à honorer ses engagements à un instant donné mène irrémédiablement à la banqueroute.

Le principal problème de cette approximation est qu'elle ne distingue pas la *wholesale funding* long terme du court terme. Il y a donc surévaluation du risque de liquidité encouru avec cette mesure.

5.4. Wholesale funding⁵

Deze ratio maakt duidelijk in hoeverre de financiële instelling afhankelijk is van andere financieringsbronnen dan de depositobasis en het eigen vermogen; daarbij gaat het om bronnen als de interbancaire markt (korte termijn en lange termijn). De faillissementen van *Bear Stearns*, *Northern Rock* en *Lehman Brothers* hadden eerder al aangetoond dat een al te sterke afhankelijkheid van de interbancaire kortetermijnmarkt een belangrijke factor voor financiële moeilijkheden kan worden. Het liquiditeitsrisico weegt immers niet zo zwaar door als de andere risico's waaraan een financiële instelling kan worden blootgesteld: een financiële instelling die op een bepaald ogenblik haar verplichtingen onmogelijk kan nakomen, stevent immers onvermijdelijk op het bankroet af.

Het voornaamste knelpunt van deze benadering is dat geen onderscheid wordt gemaakt tussen *wholesale funding* op lange termijn en die op korte termijn. Als gevolg daarvan wordt het aldus geanalyseerde liquiditeitsrisico overschat.



⁵ Approximé par $\text{total liabilities} - (\text{retail deposits} + \text{equity}) / \text{total liabilities}$.

⁵ Volgens ratio $\text{total liabilities} - (\text{retail deposits} + \text{equity}) / \text{total liabilities}$.

CHAPITRE 2

Options stratégiques

Ce chapitre traite des options stratégiques étudiées par le management et les organes stratégiques de Dexia durant la période 2008-2011. Bien sûr, l'ombre du plan de la Commission européenne, détaillé au chapitre 4, plane sur les différentes options. Nous examinons ici trois axes stratégiques disponibles pour Dexia: l'isolement d'entités bilantaires ou opérationnelles dans des structures particulières, de type "bad bank" (structure de défaisance) et "good bank" (cantonement d'entités saines), les cessions d'entités plus ou moins importantes à des actionnaires tiers, et l'éventuel regroupement d'activités.

Il est possible que d'autres options stratégiques importantes aient été évoquées, mais celles-ci n'ont pas connu un sort particulièrement remarquable, ou alors peuvent être considérées comme des cas particuliers. Par exemple, on a imaginé à un moment un scénario de *spin-off*, dans lequel les actionnaires auraient simultanément détenu des actions d'une *good bank* et d'une *bad bank*¹: ce scénario est étudié dans la section consacrée aux *good* et *bad banks*.

1. La *bad bank* et la *good bank*

La crise qu'a connue Dexia en 2008 s'est soldée par la recapitalisation du groupe à hauteur de 6 milliards d'euros et l'obtention d'une garantie des États belge, français et luxembourgeois pour un montant maximal de 150 milliards d'euros. L'alternative régulièrement présentée à cette solution, qui a été prise dans l'urgence, consistait en la création d'une "bad bank", à savoir le cantonnement des actifs présentant les principaux problèmes de refinancement et de valorisation dans une structure *ad hoc*. La solution de la "good bank", consistant dans l'isolement des structures opérationnelles considérées comme saines au sein d'une ou plusieurs entités juridiques distinctes, constitue le substitut naturel de la solution "bad bank".

Ces deux branches de l'alternative au maintien de l'intégrité du groupe Dexia SA sont donc étudiées conjointement.

¹ Ce scénario est proche de celui défendu par les entités fédérées lors du démantèlement, et était également évoqué par la BNB à un moment donné, mais il a été abandonné au vu des difficultés de garantir les actifs de la *bad bank*.

HOOFDSTUK 2

Beleidsopties

In dit hoofdstuk komen de beleidsopties aan bod die het management en de beleidsorganen van Dexia in de periode 2008-2011 hebben overwogen. Het spreekt vanzelf dat de uiteenlopende beleidsopties worden overschaduwd door het plan van de Europese Commissie, dat in hoofdstuk 4 wordt toegelicht. In dit verband wordt ingegaan op drie beleidlijnen die Dexia kon volgen: de afsplitsing van balansentiteiten of operationele entiteiten in afzonderlijke structuren, van het type "bad bank" (in het Frans "structure de défaisance") en "good bank" (afplitsing van gezonde entiteiten), de overdracht van min of meer belangrijke entiteiten aan derde aandeelhouders, en tot slot de eventuele hergroepering van activiteiten.

Mogelijk werden nog andere belangrijke beleidsopties geopperd, maar kregen die geen buitengewoon opmerkelijk vervolg, of kunnen worden beschouwd als bijzondere gevallen. Zo werd op een welbepaald ogenblik een *spin-off* scenario naar voren geschoven, waarin de aandeelhouders zowel de aandelen van een *good bank* als van een *bad bank* in bezit zouden hebben¹; op dit scenario wordt ingegaan in het onderdeel over de *good* en de *bad banks*.

1. De *bad bank* en de *good bank*

De crisis die Dexia in 2008 doormaakte, heeft geleid tot de herkapitalisatie van de groep ten bedrage van 6 miljard euro. Tevens stelden de Belgische Staat, de Franse Staat en de Luxemburgse Staat zich borg voor een bedrag van maximum 150 miljard euro. Het geregeld aangevoerde alternatief voor deze inderhaast besloten oplossing bestond in de oprichting van een *bad bank*, meer bepaald in de afsplitsing in een *ad-hoc* structuur van de activa die inzake financiering en valorisatie de grootste problemen opleverden. De oplossing van de *good bank*, die bestond in de afsplitsing van de operationeel als gezond beschouwde structuren in één of meer aparte juridische entiteiten, is de logische tegenhanger van de oplossing van de *bad bank*.

Die beide aspecten van de alternatieve oplossing voor het behoud van de Dexia NV groep als één geheel worden dus tegelijk bestudeerd.

¹ Dit scenario lijkt sterk op het scenario dat de deelentiteiten voorstonden bij de ontmanteling en werd op een welbepaald moment tevens door de NBB geopperd. Het idee werd evenwel opgegeven omdat het waarborgen van de activa van de *bad bank* problemen zou opleveren.

On distingue dans l'analyse la période du sauvetage d'octobre 2008 et la période ayant précédé le démantèlement définitif d'octobre 2011.

1.1 Problématique en 2008

La piste de la *bad bank* en 2008 a été très rapidement refermée lors du sauvetage d'urgence effectué en 2008. L'opportunité de créer une *good bank*, qui aurait pu constituer une alternative crédible à ce moment, a été également écartée. La conclusion était en réalité, d'après les recoupements auxquels on a pu procéder sur la base des auditions, entretiens et procès-verbaux, le résultat d'un cocktail de considérations politiques et économiques.

1.1.1 La *bad bank*

Pour comprendre la dynamique qui s'est mise en place en 2008, il faut se rappeler que les décisions ont été prises en urgence, dans une relative impréparation, et juste après le sauvetage de Fortis. De ce fait, il n'y a pas eu de préparation spécifique de la part des protagonistes des négociations.

On peut y voir deux types de raisonnements qui amènent à la conclusion que la piste de la *bad bank* ne pouvait pas être acceptable par au moins une partie prenante importante, à savoir soit les actionnaires, soit les États, soit les deux.

1.1.1.1 Le raisonnement économique

D'après une analyse interne menée par Dexia durant le premier semestre 2009, il n'aurait pas été économiquement raisonnable de procéder à un isolement du portefeuille *Legacy* à ce moment-là au sein d'une *bad bank*. Le groupe y voit deux raisons principales:

1. Le portefeuille était intrinsèquement sain, quoique avec de très longues échéances, avec seulement 6 % des actifs (au moment de l'étude) ne bénéficiant pas d'une qualité "*Investment Grade*" (BBB et plus) et dont 59 % bénéficiaient d'une notation AA ou AAA. Contrairement aux autres exemples repris par le groupe, notamment ceux de *Citigroup*, *AIG* et *Fortis*, la proportion d'actifs toxiques liés à la crise des *subprimes*, à savoir les *RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)* représentait une portion congrue de ce portefeuille (à peine 5 %).

2. Du fait de la législation comptable et fiscale en vigueur au moment du sauvetage, le coût de la création de la *bad bank* aurait été prohibitif. En effet, il aurait

In de analyse wordt een onderscheid gemaakt tussen de reddingsperiode van oktober 2008 en de periode die voorafging aan de definitieve ontmanteling in oktober 2011.

1.1 Probleemstelling in 2008

Bij de noodreddingsoperatie in 2008 werd de mogelijkheid van de oprichting van een *bad bank* zeer spoedig opgegeven. Ook van de mogelijke oprichting van een *good bank*, die op dat moment een geloofwaardig alternatief had kunnen bieden, werd afgezien. Uit de hoorzittingen, gesprekken en notulen is gebleken dat het uiteindelijke resultaat in de praktijk een samengaan van politieke en economische overwegingen was.

1.1.1 De *bad bank*

Om inzicht te krijgen in de dynamiek van wat zich in 2008 heeft afgespeeld, moet eraan worden herinnerd dat de beslissingen in allerijl moesten worden genomen, zonder veel voorbereiding, en net nadat *Fortis* werd gered. Daardoor hebben de onderhandelaars zich daar niet speciaal kunnen op voorbereiden.

Er is sprake van twee soorten van redeneringen die ons tot de conclusie leiden dat de denkpiste van de *bad bank* niet aanvaardbaar was voor op zijn minst één van de belangrijke partners, met name ofwel de aandeelhouders, ofwel de Staten, ofwel beide.

1.1.1.1 De economische redenering

Uit een interne analyse die Dexia in het eerste semester van 2009 uitvoerde, blijkt dat het op dat ogenblik economisch niet verstandig zou zijn geweest de *Legacy*-portefeuille af te zonderen en onder te brengen in een *bad bank*. De groep voerde daarvoor twee belangrijke redenen aan:

1. De portefeuille was intrinsiek gezond, zij het met zeer lange looptijden, en bevatte (op het moment van de analyse) slechts 6 % activa die niet over de *Investment Grade* (BBB en hoger) beschikte; 59 % van de portefeuille had een AA of AAA-rating. In tegenstelling tot de andere voorbeelden waarnaar de groep verwees, met name *Citigroup*, *AIG* en *Fortis*, bevatte die portefeuille slechts een gering percentage (nauwelijks 5 %) aan toxische activa die gelinkt waren aan de *subprimecrisis*, met name de *RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)*.

2. Op grond van de ten tijde van de redding vigerende fiscale wetgeving en boekhoudwetgeving zou de kostprijs van de oprichting van de *bad bank* heel

fallu y inclure non seulement le portefeuille *Legacy* (158 milliards d'euros), mais également une série d'entités opérationnelles détenues au sein de la filiale DCL, pour un montant total proche de 250 milliards d'euros. La cession étant opérée vis-à-vis d'une autre entité, les pertes latentes, principalement reprises dans la réserve AFS, doivent être prises en charge car c'est le principe de la valeur de marché qui s'applique alors.

Le calcul opéré par Dexia détaille les sources des pertes liées à une telle opération:

- - 5,7 milliards d'euros liés à la cession de DBB et du portefeuille *Legacy* à la valeur de marché.²
- - 1,0 milliard d'euros lié aux cessions d'autres entités "saines" (DBL, *DenizBank*...)³
- - 2,8 milliards d'euros liés au transfert d'entités commerciales vers la *bad bank*;
- - 1,9 milliards d'euros liés au transfert du portefeuille obligataire vers la *bad bank*;
- - 4,9 milliards d'euros liés au transfert des *financial products* vers la *bad bank*.

Au sens strict, le coût de l'opération de création de la *bad bank* aurait été de 9,6 milliards d'euros, entièrement supporté par les actionnaires du groupe. Comme on le sait, il a été ardu de trouver un montant de 6 milliards d'euros afin de recapitaliser Dexia au même moment, et cette opération s'est soldée par une importante fragilisation des principaux actionnaires privés. En outre, l'opération "*bad bank*" isolément aurait conservé la structure dans le giron des actionnaires, et donc n'aurait pas permis de sécuriser les activités de DBB ou DBL par ailleurs sans le recours à une garantie des États. L'alternative à cette garantie, à savoir la cession simultanée des entités opérationnelles autoportantes, n'étant pas soutenable pour l'actionariat du groupe (perte additionnelle de 6,7 milliards d'euros).

On peut donc raisonnablement atteindre la conclusion que la *bad bank* telle qu'évoquée dans le scénario développé par Dexia n'était pas une solution viable.

² Dans le scénario évoqué par Dexia on évoque le démantèlement du groupe, dont la cession de DBB fait partie. On peut donc éventuellement retirer ce poste des calculs du coût de la *bad bank stricto sensu*.

³ Même remarque que pour le point précédent.

hoog zijn geweest. Men had in die bank immers niet alleen de *Legacy*-portefeuille (158 miljard euro) moeten onderbrengen, maar ook een aantal operationele entiteiten van de dochteronderneming DCL, voor een totaal bedrag van ongeveer 250 miljard euro. Aangezien de overdracht zou worden uitgevoerd ten aanzien van een andere entiteit, moesten de latente verliezen, die voornamelijk in de AFS-reserves zijn opgenomen, ten laste worden genomen; in dat geval wordt immers het marktwaardebeginsel toegepast.

De door Dexia gemaakte berekening geeft in detail aan waar de aan een dergelijke operatie gerelateerde verliezen te wijten zijn:

- 5,7 miljard euro ingevolge de overdracht van DBB en de *Legacy*-portefeuille tegen marktwaarde²;
- 1,0 miljard euro ingevolge de overdracht van andere "gezonde" entiteiten (DBL, *DenizBank* ...)³;
- 2,8 miljard euro ingevolge de overdracht van commerciële entiteiten aan de *bad bank*;
- 1,9 miljard ingevolge de overdracht van de obligatieportefeuille aan de *bad bank*;
- 4,9 miljard ingevolge de overdracht van de *financial products* aan de *bad bank*.

Strikt genomen zouden de kosten voor de oprichting van de *bad bank* 9,6 miljard euro hebben bedragen, die volledig ten laste zouden zijn genomen door de aandeelhouders van de groep. Zoals bekend was het moeilijk 6 miljard euro te vinden om Dexia op hetzelfde ogenblik te herkapitaliseren, en die operatie heeft geleid tot een aanzienlijke verzwakking van de belangrijkste particuliere aandeelhouders. Bovendien zou de "*bad bank*"-operatie op zich de structuur hebben gehandhaafd in handen van de aandeelhouders, en zou zulks dus de activiteiten van DBB of DBL niet op een andere wijze hebben kunnen beveiligen zonder op een overheidsgarantie een beroep te doen. Het alternatief voor die garantie, dat wil zeggen de gelijktijdige overdracht van de zelfbedruipende operationele entiteiten, was immers niet houdbaar voor de aandeelhouders van de groep (een extra verlies van 6,7 miljard euro).

Redelijkerwijs kan dus worden geconcludeerd dat de *bad bank*, zoals die was geschetst in het door Dexia uitgetekende scenario, geen haalbare oplossing was.

² Het door Dexia aangegeven scenario omvat de ontmanteling van de groep, waarvan de verkoop van DBB deel uitmaakt. Eventueel mag die post dus worden afgetrokken van de kosten voor de *bad bank stricto sensu*.

³ Zelfde opmerking als voor het vorige punt.

D'ailleurs, les administrateurs de Dexia sont arrivés à une conclusion analogue au moment du sauvetage de 2008, puisqu'en sa séance du 5 octobre 2008, le conseil prend fortement position à l'encontre d'une décision du conseil d'administration de DBB visant à gérer désormais ses liquidités en fonction de ses seuls besoins, au détriment de ceux de DCL: plusieurs administrateurs disent qu'une telle décision serait inacceptable et que la solidarité existante ne peut être rompue. Il est donc hors de question, dans le cadre de la structure actionnariale du groupe, de considérer à ce moment un quelconque démantèlement. Les considérations économiques relevées ci-dessous expliquent indubitablement en grande partie cette position, mais aussi des considérations de nature politique.

1.1.1.2 Le raisonnement politique

L'État français a, d'après les auditions des autorités politiques et prudentielles en charge de la négociation à cette époque, exprimé un veto immédiat et définitif à l'évocation de la piste de la *bad bank*. La raison de ce veto est double.

D'abord, une telle *bad bank* aurait induit un transfert d'un ensemble d'activités et d'actifs problématiques principalement logés sous l'entité juridique de DCL, donc soit liées à des activités sur le sol français (problématique des crédits structurés et à très haute duration — voir section dédiée à la structure du bilan à la Partie 5, chapitre 3), soit liées à des activités à l'international acquises sous la bannière de la banque française, au premier rang desquelles figurent FSA, Crediop et Sabadell, mais où l'on trouve aussi les participations dans DKB (Europe de l'Est, dont la filiale à problème DBS en Slovaquie) et KA (*Kommunalkredit Austria*). Toutes ces institutions présentent des risques importants liés à la qualité de leurs actifs et à leur manque de liquidité. Par contraste, les États belge et luxembourgeois pourraient voir leur risque considérablement réduit étant donné que l'on trouve principalement DBB et DIB en Belgique, DBL au Grand-Duché du Luxembourg et *Dexia Asset Management* (DAM) entre les deux, soient des entités opérationnelles ne présentant *a priori* aucun risque immédiat.

Ensuite, la création d'une *bad bank* ne pouvant se faire raisonnablement sous la seule responsabilité des actionnaires, dont la fragilité ne permettait pas d'offrir les garanties suffisantes de refinancement du portefeuille *Legacy*, l'opération n'aurait en aucune manière exonéré les États de l'obligation de recourir à une forme de garantie de toute façon. L'évaluation des deux cas de figure est assez simple: dans le cadre du maintien

Bovendien zijn de bestuurders van Dexia tot een soortgelijke conclusie gekomen bij de redding in 2008, aangezien de raad zich tijdens zijn vergadering van 5 oktober 2008 sterk heeft verzet tegen een beslissing van de raad van bestuur van DBB, die ertoe strekte zijn liquide middelen vanaf dan alleen nog voor eigen behoeften aan te wenden, ten nadele van die van DCL: verscheidene bestuurders bestempelden een dergelijke beslissing als onaanvaardbaar en stelden dat de bestaande solidariteit niet mocht worden verbroken. In het kader van de aandeelhoudersstructuur van de groep was het op dat ogenblik dus ondenkbaar ongeacht welke ontmanteling dan ook te overwegen. Grotendeels is dat standpunt niet alleen te verklaren door de hierna uiteengezette economische overwegingen, maar ongetwijfeld ook door de politieke motieven.

1.1.1.2 De politieke gedachtegang

Tijdens de hoorzittingen hebben de met de toenmalige onderhandelingen belaste politieke en prudentiële autoriteiten gesteld dat de Franse Staat een onmiddellijk en definitief veto heeft uitgesproken tegen het geoperde denkspoor van een *bad bank*. De reden voor dat veto is tweeledig.

Ten eerste had een dergelijke *bad bank* geleid tot een overdracht van een reeks problematische activiteiten en activa die voornamelijk onder de juridische entiteit DCL ressorteerden, dus ofwel in verband met activiteiten op Franse bodem (het vraagstuk van gestructureerde kredieten met een zeer lange looptijd — zie de afdeling over de balansstructuur in deel 5, hoofdstuk 3), ofwel in verband met onder de vlag van de Franse DCL binnengehaalde internationale activiteiten, onder meer en in de eerste plaats FSA, Crediop en Sabadell, maar ook participaties in DKB (Oost-Europa, met onder meer de in moeilijkheden verkerende dochteronderneming DBS in Slowakije) en KA (*Kommunalkredit Austria*). Al die instellingen houden aanzienlijke risico's in met betrekking tot de kwaliteit van hun activa en hun gebrek aan liquiditeit. Daar staat tegenover dat de Belgische en de Luxemburgse Staat hun risico aanzienlijk zouden kunnen inperken, omdat in België vooral DBB en DIB te vinden zijn, in het Groothertogdom Luxemburg DBL en daar tussenin *Dexia Asset Management* (DAM); dat zijn entiteiten die *a priori* geen onmiddellijk gevaar lopen.

Aangezien voorts de oprichting van een *bad bank* redelijkerwijs niet uitsluitend kon gebeuren onder de verantwoordelijkheid van alleen maar de aandeelhouders, waarvan de kwetsbaarheid geen toereikende betrouwbaarheid kon bieden voor de nodige waarborgen met het oog op de herfinanciering van de *Legacy*-portefeuille, zou de operatie de Staten in generlei opzicht hebben ontheven van de verplichting hoe dan ook op enige

Le raisonnement des mandataires du gouvernement français à l'égard de la *bad bank* est tout aussi valable, même si le scénario est inversé. L'État français aurait dû fournir le principal de la garantie à l'entité résiduelle, sorte de *bad bank* qui n'aurait pas dit son nom. La problématique économique et politique étant dès lors similaire, le veto s'expliquait pour les mêmes raisons.

Il faut noter toutefois une forte différence dans l'attitude affichée par le gouvernement belge à l'égard de ce scénario par rapport au précédent. Cette différence réside dans la propriété de DBB, et donc la sécurisation de son périmètre. Dans le cadre de la *bad bank*, DBB demeure dans le giron du groupe Dexia, et donc l'épée de Damoclès suspendue au-dessus de la tête du groupe, à savoir l'évolution du portefeuille *Legacy*, l'est aussi au-dessus de DBB. Si une *good bank* est créée, les relations juridiques entre DSA et DBB sont coupées — à défaut des relations opérationnelles, qui rentrent dans un mode dégressif — et donc l'entité bancaire belge, qui présente un caractère systémique, peut être mise à l'abri. Ce scénario a donc la préférence du gouvernement, et comme l'a rappelé M. Reynders (ministre des Finances à l'époque) lors de son audition devant la commission spéciale, son objectif demeurera toujours d'organiser la cession de DBB dans de bonnes conditions.

1.2 Problématique lors de la crise souveraine

Les gouvernements français et belge sont, à la lecture de ce qui précède, animés d'objectifs antagonistes. Qu'il s'agisse d'une *good bank* ou d'une *bad bank*, l'État français est très réticent à souscrire à un tel scénario et préfère visiblement le scénario du plan de *deleveraging* tel qu'approuvé par la Commission européenne, qui présente l'avantage de permettre d'accéder à un profil plus équilibré — et donc un démantèlement dans des conditions plus confortables — à l'horizon 2014. Jusque là, il convient de conserver autant que possible l'intégrité du groupe autour de ses 4 piliers (DBB, DCL, DBL et *DenizBank*).

Par contre, d'après les déclarations de M. Reynders, l'État belge ne renonce pas à l'idée d'organiser le retrait de DBB du périmètre du groupe, ce qui lui permettrait d'assurer le financement des communes à moindre risque et d'éliminer les risques de liquidité liés au portefeuille *Legacy* et aux activités opérationnelles établies sous le pavillon de DCL. De tout temps, ce risque a principalement pesé sur DBB, et donc sur l'État belge pour qui la banque est une institution systémique, alors que DCL présente un caractère sensiblement moins stratégique pour l'État français.

De redenering van de mandatarissen van de Franse regering ten opzichte van de *bad bank* houdt evengoed steek, al verliep het scenario omgekeerd. De Franse Staat had de hoofdsom moeten verstrekken van de waarborg aan de restentiteit, een soort *bad bank* maar met een andere naam. Aangezien de economische en politieke pijnpunten dezelfde waren, was het veto om dezelfde redenen verklaarbaar.

Niettemin moet erop worden gewezen dat de Belgische regering tegenover dat scenario helemaal anders stond dan tegenover het vorige. Dat verschil heeft te maken met het eigenaarschap van DBB en met het veiligstellen van de bankperimeter. In het raam van de *bad bank* blijft DBB binnen de actieradius van de Dexia groep, waardoor het zwaard van Damocles boven de Dexia groep, met name de ontwikkeling van de *legacy*portefeuille, nu ook boven DBB hangt. Als een *good bank* wordt opgericht, worden de juridische banden tussen Dexia NV en DBB doorgesneden — de operationele betrekkingen worden geleidelijk afgebouwd — en kan de Belgische bankentiteit, die een systeemtentiteit is, een veilig onderkomen worden gegeven. Dat scenario heeft dus de voorkeur van de regering, die, zoals de heer Reynders (toen minister van Financiën) tijdens de hoorzitting in de bijzondere commissie in herinnering heeft gebracht, er altijd naar zal streven de verkoop van DBB in goede omstandigheden te doen verlopen.

1.2 Knelpunten tijdens de staatsschuldencrisis

In het licht van wat voorafgaat, wordt duidelijk dat de Franse en de Belgische regering tegenstrijdige doelstellingen hebben. Of het nu om een *good bank* dan wel een *bad bank* gaat, de Franse Staat is heel beducht voor een dergelijk scenario en voelt kennelijk meer voor het *deleveraging*-plan zoals dat door de Europese Commissie is goedgekeurd. Dat plan biedt het voordeel dat tegen 2014 een meer evenwichtig profiel — en dus een ontmanteling in comfortabelere omstandigheden — mogelijk wordt. Tot dan moet de integriteit van de groep rond zijn vier pijlers (DBB, DCL, DBL en *DenizBank*) zo veel mogelijk worden beschermd.

De Belgische Staat daarentegen geeft het idee om DBB uit de perimeter van de groep te halen, niet op, wat hem in staat zou stellen de minder risicovolle gemeenten te financieren en de liquiditeitsrisico's in verband met de *legacy*portefeuille en de operationele activiteiten onder DCL te vermijden. Dat risico heeft immers onophoudelijk op met name DBB gewogen, en dus ook op de Belgische Staat, voor wie de bank een systeembank is, terwijl DCL veel minder strategisch belang heeft voor de Franse Staat.

Il convient par conséquent de conserver à l'esprit cette différence de perception dans l'analyse de l'évolution de la désirabilité des options "bad bank" et "good bank".

Le scénario d'une *bad bank* est réapparu en deux temps: d'abord de manière épisodique, durant l'évolution de la crise souveraine; ensuite de manière très spécifique, au moment où la situation de Dexia SA est apparue comme inextricable à partir de mai 2011. L'option de la *good bank*, quant à elle, n'a réellement été mise sur la table que durant l'été 2011, en tant que scénario privilégié du démantèlement.

1.2.1 La *bad bank*

D'après les éléments du dossier, les seuls signaux allant dans le sens de la création d'une *bad bank* avant l'été 2011 sont provenus de certains administrateurs de Dexia SA, mais les initiatives sont à chaque fois restées à l'état de suggestions. Ce n'est que lorsqu'il est devenu apparent que l'application du plan de *deleveraging* ne serait plus possible que les options de démantèlement ont été mises sur la table.

1.2.1.1 La possibilité de préparer sereinement une *bad bank*

Le fait que le scénario de la *bad bank* ait été balayée en 2008 ne signifie pas que personne n'y a plus pensé depuis. À plusieurs reprises, le sujet a été abordé au conseil d'administration de Dexia SA.

D'abord, lors de l'approbation du plan de *deleveraging* de la Commission européenne en février 2010, le conseil d'administration se félicite que l'on ait pu ainsi éviter le scénario de la *bad bank*, qui aurait été catastrophique pour le groupe. Par la suite, au mois de décembre de la même année, le thème revient sur la table du comité stratégique dans le cadre de la discussion sur la refonte de la structure juridique du groupe (voir plus loin). L'idée consiste, chez certains administrateurs (non nommés dans le PV), à ce que cette refonte permette de rencontrer les objectifs de cantonnement de certains éléments du portefeuille sans devoir réaliser de cession à un SPV, ce qui déclencherait la prise en charge des pertes latentes dans la réserve AFS. Le thème est donc considéré, semble-t-il, avec bienveillance, à condition que les transferts demeurent confinés au périmètre du groupe.

Ensuite, lorsque la situation commence à se détériorer sur le marché de la dette souveraine, de nouvelles questions sur la *bad bank* reviennent sur la table du comité stratégique sans toutefois arriver au niveau

Dat verschil in benadering moet dus voor ogen worden gehouden wanneer men wil nagaan hoe de keuze voor een *bad bank* dan wel een *good bank* zich heeft ontwikkeld en als min of meer wenselijk werd ervaren.

Het *bad bank*-scenario heeft zich in twee fasen ontvouwd: eerst incidenteel, op het ogenblik dat de staatsschuldencrisis aan de gang was; vervolgens heel concreet, vanaf mei 2011, toen bleek dat de situatie van Dexia NV onomkeerbaar was. De keuze voor een *good bank* werd pas in de zomer van 2011 als een volwaardige mogelijkheid ter tafel gelegd, als hét voorkeurscenario bij de ontmanteling.

1.2.1 De *bad bank*

Volgens de elementen uit het dossier werden de enige signalen die vóór de zomer van 2011 op de oprichting van een *bad bank* wezen, uitgestuurd door sommige bestuurders van Dexia NV, maar verder dan suggesties kwam het bij dergelijke initiatieven niet. Pas toen duidelijk werd dat het *deleveraging*-plan niet langer zou kunnen worden toegepast, werden de opties inzake ontmanteling ter tafel gelegd.

1.2.1.1 Serene aanloop naar een *bad bank*

Het feit dat het spoor van de *bad bank* in 2008 werd verlaten, betekent niet dat het sindsdien uit alle hoofden was verdwenen. Meermaals is die mogelijkheid aan bod gekomen tijdens de raad van bestuur van Dexia NV.

Ten eerste is de raad van bestuur, wanneer het *deleveraging*-plan van de Europese Commissie in februari 2010 wordt goedgekeurd, erover verheugd dat men het *bad bank*-scenario, dat voor Dexia groep rampzalig zou zijn uitgedraaid, heeft kunnen vermijden. Vervolgens komt die mogelijkheid in december van hetzelfde jaar opnieuw op de agenda van het strategisch comité, dat zich beraadt over de aanpassing van de juridische structuur van de groep (zie hieronder). Sommige bestuurders (die in de notulen niet bij naam worden genoemd) zijn de mening toegedaan dat die hervorming tegemoetkomt aan de doelstelling om bepaalde onderdelen van de portefeuille af te zonderen, zonder ze te moeten onderbrengen in een SPV, waardoor de latente verliezen op de AFS-reserve zouden worden afgewenteld. Het idee wordt dus blijkbaar welwillend onthaald, op voorwaarde dat de transfers binnen de perimeter van de groep blijven.

Wanneer de situatie op de markt voor staatsschuld-papier vervolgens begint te slabakken, komen bij het strategisch comité nieuwe vragen over de *bad bank* aan bod, maar ze komen nooit op de tafel van de het

du conseil d'administration. Le 22 février 2011, suite à une question d'un administrateur indépendant, M. Jean-Luc Dehaene rappelle le principe acquis: pas de *bad bank* jusqu'à ce que le processus de *deleveraging* soit suffisamment avancé, même s'il reconnaît que celui-ci s'avère plus ardu que prévu initialement. Ensuite, le 5 mai, Mme F. Swiggers suggère une piste alternative: celle de cantonner les *financial products* (dont il est question d'accélérer la vente à ce moment) dans une entité séparée. La réponse du management procède de la même logique que précédemment: cette solution ne résout pas toutes les difficultés de Dexia car les entités resteraient consolidées; il faudrait de toute manière trouver un investisseur capable d'apporter sa garantie.

Il n'y a donc pas eu, durant cette période, de véritable entame de processus de préparation d'un tel scénario chez Dexia. Le raisonnement a, à chaque fois, buté sur le constat que personne n'était susceptible d'apporter sa garantie au refinancement des actifs et entités logés dans une potentielle *bad bank*.

À noter également que les principaux États concernés, la Belgique et la France, n'ont pas agi dans le sens de la préparation d'une *bad bank*, notamment, pour ce qui concerne la France — principale concernée par cette solution — en dotant cette possibilité d'un cadre légal adapté. L'explication s'en trouve dans le manque d'intérêt manifeste des deux gouvernements pour cette solution, qui ne correspondait en aucune façon à leurs objectifs suite à la recapitalisation de 2008. On reviendra dans l'analyse sur ce constat.

1.2.1.2 La *bad bank* dans les scénarios de démantèlement

Quatre protagonistes ont activement échafaudé des scénarios de démantèlement à partir de mai 2011: la BNB, en tant qu'autorité prudentielle dans le cadre de la préservation de la stabilité du système financier; l'État belge, préoccupé du sort d'une banque systémique au niveau national dès qu'il devenait probable que le groupe ne puisse plus soutenir son *business model*; l'État français, soucieux de préserver la continuité du financement des entités locales en cas de défaillance du groupe (et donc pour qui l'enjeu est considérablement moins prégnant que chez les autres acteurs); et Dexia lui-même, qui devait considérer, notamment à travers le *living will* imposé par les régulateurs, des alternatives à la revente accélérée du portefeuille *Legacy* dès le moment où elle s'avérerait insuffisante pour réduire le gap de financement du groupe.

strategisch comité terecht. Op 22 februari 2011 herinnert de heer Jean-Luc Dehaene, naar aanleiding van een vraag van een onafhankelijk bestuurder, aan het onaantastbare principe: geen *bad bank* tot het proces van *deleveraging* voldoende is opgeschoten, hoewel hij erkent dat dat proces harder uitvalt dan voorzien. Op 5 mei formuleert mevrouw F. Swiggers een andere suggestie: de *financial products* (waarvoor toen beslist werd ze sneller te verkopen) onderbrengen in een afzonderlijke entiteit. Het antwoord van het management past in dezelfde logica als daarvoor: die maatregel lost niet alle moeilijkheden van Dexia op, want de entiteiten zouden geconsolideerd blijven; in ieder geval zou een investeerder moeten worden gevonden die in staat is zijn waarborg te geven.

Gedurende die periode is er bij Dexia dus nooit echt sprake geweest van een aanzet om een dergelijk scenario voor te bereiden. Telkens weer stuitte men op de vaststelling dat niemand bij machte was zijn waarborg te geven voor de herfinanciering van de activa en de entiteiten die in een eventuele *bad bank* zouden worden ondergebracht.

Tevens dient te worden opgemerkt dat de voornaamste betrokken Staten, België en Frankrijk, niets ondernomen hebben ter voorbereiding van een *bad bank*, bijvoorbeeld door, in het geval van Frankrijk, waarvoor die oplossing de grootste impact had, in een geschikt wettelijk kader te voorzien. Een en ander is te wijten aan het feit dat de twee regeringen duidelijk niet warmlieden voor die oplossing, die helemaal niet aansloot op hun doelstellingen na de herkapitalisering van 2008. In de analyse komen we daarop terug.

1.2.1.2 De *bad bank* in de ontmantelingsscenario's

Vier hoofdrolspelers hebben vanaf mei 2011 actief ontmantelingsscenario's uitgewerkt: de NBB, als prudentiële overheid in het kader van de vrijwaring van de stabiliteit van het financieel systeem; de Belgische Staat, die zich zorgen maakte over het lot van een nationale systeembank zodra het ernaar uitzag dat de groep zijn *business model* niet zou kunnen handhaven; de Franse Staat, die erop wou toezien dat, indien de groep de moeilijkheden niet het hoofd kon bieden, de continuïteit van de financiering van de lokale entiteiten verzekerd zou blijven (wat maakt dat de inzet voor de Franse Staat dus heel wat minder prangend was dan voor de andere betrokkenen); en Dexia zelf, dat, onder meer via de door de regulatoren opgelegde *living will*, moest denken aan alternatieven voor de versnelde verkoop van de *legacy*portefeuille, zodra zou blijken dat die verkoop niet zou volstaan om de financieringskloof van de groep te dichten.

La position de Dexia, à travers ses intentions de revente et l'articulation du *living will*, demeure claire et cohérente avec les prises de position précédentes: pas de *bad bank*. Il faut toutefois noter que, durant la période précédant le démantèlement, la réflexion stratégique sur les possibilités de séparation des principales entités est menée à travers le *living will*, qui évolue au gré des échanges entre le management de Dexia, le président du conseil d'administration M. Jean-Luc Dehaene, et le groupe de contact des régulateurs (principalement la BNB). Il n'y a pas d'échanges avec le conseil d'administration de Dexia, qui n'a pas connaissance du contenu de ce *living will* pour des raisons de confidentialité — il s'agit d'un choix posé par le régulateur afin d'éviter les fuites, qui pourraient être dramatiques en matière de signal aux marchés financiers. La position de Dexia à ce moment n'est donc pas nécessairement le reflet fidèle de la position de son conseil d'administration.

Il semble que le seul acteur ayant explicitement évoqué le scénario de la *bad bank* en cas de démantèlement inévitable soit la BNB. L'hypothèse d'une *bad bank* a connu plusieurs versions, tout d'abord antérieurement au *living will* de Dexia, et ensuite en réaction à celui-ci.

— À la fin du mois de juin, il est devenu clair que l'éventuelle dégradation de la situation de Dexia rendrait insuffisant le plan d'accélération de la vente des *financial products* annoncé par Dexia à la fin mai. La BNB échafaude dès lors différents plans qui pourraient être mis en application pour démanteler le groupe dans les meilleures conditions. Ayant immédiatement mis de côté le scénario extrême et non-crédible de la vente intégrale du portefeuille *Legacy*, la BNB évoque deux scénarios de *bad bank* visant le transfert d'un portefeuille d'une valeur nominale de 62,6 milliards d'euros à une *bad bank* en valeur de marché, soit (a) financée à concurrence de 1 milliard d'euros par Dexia en fonds propres, de 12 milliards d'euros en financement mezzanine par Dexia mais garanti par les États, et le reste en financement senior pour 41,9 milliards d'euros sans garantie; soit (b) financée à concurrence de 4,8 milliards d'euros par Dexia en fonds propres, de 11,4 milliards d'euros en financement mezzanine par Dexia mais garanti par les États, et le reste en financement senior pour 42,9 milliards d'euros sans garantie.⁴ Cette vente s'accompagnerait alors d'un démantèlement, induisant la recapitalisation de DCL à hauteur de 2,9 milliards d'euros puis sa revente à l'État français et la nationali-

⁴ Une variante suggère des ventes supplémentaires de *financial products* et d'obligations *non-investment grade*, avec un financement de 50 % pour les États et 50 % pour Dexia.

Het standpunt van Dexia, zoals het naar voren komt in zijn verkoopsintenties en in de formulering van zijn *living will*, blijft duidelijk en in overeenstemming met de vorige standpunten: geen *bad bank*. Toch dient opgemerkt dat, tijdens de periode die aan de ontmanteling voorafgaat, de strategische reflectie over de mogelijkheden om de belangrijkste entiteiten te scheiden, gevoerd wordt door middel van de *living will*, die evolueert naar gelang van de gesprekken tussen het management van Dexia, de voorzitter van de raad van bestuur (de heer Jean-Luc Dehaene) en de contactgroep van de regulatoren (hoofdzakelijk de NBB). Er wordt niet van gedachten gewisseld met de raad van bestuur van Dexia, die geen inzage heeft in de inhoud van die *living will* omwille van de vertrouwelijkheid — daartoe is door de regulator beslist om lekken te vermijden, omdat die voor de financiële markten een dramatisch effect zouden kunnen hebben. Het standpunt van Dexia geeft op dat ogenblik dus niet noodzakelijk honderd procent het standpunt van zijn raad van bestuur weer.

De enige hoofdrolspeler die het *bad bank*-scenario in geval van een noodzakelijke ontmanteling uitdrukkelijk ter sprake heeft gebracht, is de NBB. Omtrent de hypothese van een *bad bank* deden verschillende versies de ronde, om te beginnen vóór de bekendmaking van de *living will* van Dexia, en vervolgens als reactie daarop.

— Eind juni werd duidelijk dat een eventuele verslechtering van de situatie van Dexia ertoe zou leiden dat het plan voor een versnelde verkoop van de *financial products*, dat Dexia eind mei had afgekondigd, niet zou volstaan. De NBB werkt daarop verschillende plannen uit die eventueel kunnen worden uitgevoerd om de ontmanteling van de groep in optimale omstandigheden te laten verlopen. Het extreme en niet-geloofwaardige scenario van een integrale verkoop van de *Legacy*-portefeuille wordt van meet af aan terzijde schoven. De NBB formuleert twee *bad bank*-scenario's, waarbij een portefeuille met een nominale waarde van 62,6 miljard euro tegen marktwaarde wordt overgemaakt aan een *bad bank*; die *bad bank* zou als volgt worden gefinancierd: ofwel (a) 1 miljard euro eigen kapitaal van Dexia, 12 miljard euro via mezzaninefinanciering door Dexia maar met staatswaarborg, en de overige 41,9 miljard euro via seniorfinanciering zonder waarborg; ofwel (b) 4,8 miljard euro eigen kapitaal van Dexia, 11,4 miljard euro via mezzaninefinanciering door Dexia maar met staatswaarborg, en de overige 42,9 miljard euro via seniorfinanciering zonder waarborg⁴. Die verkoop zou dan gepaard gaan met een ontmanteling, die zou leiden tot de herkapitalisering van DCL voor een bedrag van

⁴ Een alternatief voorstel bestaat in de bijkomende verkoop van *financial products* en van obligaties die het statuut hebben van *non-investment grade*, met een financiering van 50 % voor de Staten en 50 % voor Dexia.

sation du groupe résiduel, qui deviendrait la *good bank*. Ces scénarios évolueront par la suite vers la solution d'une *good bank*.

— En juillet, en réaction au plan élaboré par Dexia SA jugé peu crédible (voir ci-dessous), la BNB suggère de compléter le plan de revente des entités non-essentiels de Dexia ainsi que d'un très grosse partie du portefeuille obligataire par un transfert de 14 milliards d'euros d'actifs à une *bad bank* ayant une valeur de marché de 8,4 milliards d'euros, en prenant une perte immédiate en résultat de 2,8 milliards d'euros (50 %), l'autre partie de la perte étant prise en charge par les États. La pierre d'achoppement réside dans la condition qui semble être posée par les actionnaires français à une telle solution: la création de la *bad bank* serait conditionnée au remboursement par Arco et le Holding communal de l'emprunt effectué chez DBB pour participer à la recapitalisation de 2008. Ces deux actionnaires étant incapables d'effectuer un tel remboursement, il faudrait alors soit (i) que le Holding communal et Arco revendent leurs autres participations, (ii) que l'on augmente le capital des deux entités + Ethias (opération chiffrée à 1,5 milliard d'euro environ), ou (iii) que ces entités soient liquidées. Seule la solution (ii) paraît praticable à ce moment, dont coût supplémentaire pour l'État puisqu'il semble impossible que les actionnaires des trois entités puissent parvenir à lever une telle somme.

— Le scénario est repris au mois d'août mais cette fois, la *bad bank* est associée à un démantèlement des activités du groupe, et donc une séparation entre DBB (acquise par l'État) et DCL. Le problème qui survient est alors celui de la recapitalisation de DCL, qui ne ferait pas partie de la *bad bank* mais qui est incapable d'assurer une solvabilité suffisante. Le scénario est cette fois écarté sur la base du coût pour l'État belge: non seulement il devrait racheter DBB, mais en plus il devrait financer une partie de la *bad bank* qui profite essentiellement à DCL.

— À la mi septembre, une option mise sur la table crée une *bad bank* avec le portefeuille *Legacy* entièrement supportée par les États, tandis que Dexia SA devient la *good bank* avec uniquement DCL et DBB. Il s'agirait alors d'une situation très peu confortable pour le groupe, puisque les actionnaires seraient "rincés" par la perte réalisée au cours du transfert. L'option est donc, là aussi, abandonnée car impraticable.

2,9 milliard euro, en vervolgens de verkoop ervan aan de Franse Staat en de nationalisering van de "restgroep", die de *good bank* zou worden. Die scenario's evolueren vervolgens in de richting van de oplossing van een *good bank*.

— In juli suggereert de NBB, als reactie op het plan dat Dexia NV heeft opgesteld en dat als weinig geloofwaardig wordt beschouwd (cf. supra), om het plan voor de verkoop van de niet-essentiële entiteiten van Dexia en van een heel groot gedeelte van de obligatieportefeuille aan te vullen met een overmaking van 14 miljard euro activa aan een *bad bank* met een marktwaarde van 8,4 miljard euro; dat impliceert een onmiddellijk resultaatverlies van 2,8 miljard euro (50 %), terwijl de rest van het verlies ten laste wordt genomen door de Staten. Het struikelblok wordt gevormd door de voorwaarde die de Franse aandeelhouders kennelijk bij een dergelijke oplossing stellen: de oprichting van de *bad bank* zou onderworpen worden aan de voorwaarde dat Arco en de Gemeentelijke Holding de lening bij DBB terugbetalen om bij te dragen tot de herkapitalisatie van 2008. Doordat die twee aandeelhouders een dergelijke terugbetaling niet aankunnen, zou dan het volgende moeten gebeuren: (i) ofwel verkopen de Gemeentelijke Holding en Arco hun andere participaties, (ii) ofwel verhoogt men het kapitaal van de twee entiteiten + Ethias (kostprijs: ongeveer 1,5 miljard euro), (iii) ofwel worden die entiteiten opgedoekt. Op dat ogenblik lijkt alleen het tweede scenario (ii) uitvoerbaar. Dat zou de Staat met extrakosten opzadelen aangezien het onmogelijk lijkt dat de aandeelhouders van de drie entiteiten een dergelijk bedrag kunnen bijeenbrengen.

— Het scenario wordt herhaald in augustus, maar ditmaal wordt de *bad bank* geassocieerd met een ontmanteling van de activiteiten van de groep en dus met een scheiding tussen DBB (verworven door de Staat) en DCL. Dan rijst het probleem van de herkapitalisatie van DCL, dat geen deel zou uitmaken van de *bad bank* maar niet voor voldoende solventie kan zorgen. Het scenario wordt ditmaal afgewezen wegens de kosten voor de Belgische Staat: die zou niet alleen DBB moeten kopen, maar zou bovendien een deel van de *bad bank* moeten financieren dat voornamelijk DCL ten goede komt.

— Half september wordt de optie besproken een *bad bank* te creëren met de *Legacy*-portefeuille volledig voor rekening van de Staten, terwijl Dexia NV de *good bank* wordt met alleen DCL en DBB. Dat zou de Groep dan in een zeer oncomfortabele situatie brengen aangezien de aandeelhouders "blut" zouden zijn door het bij de overdracht gemaakte verlies. Ook van die optie zal worden afgezien wegens niet haalbaar.

— Enfin, dans les scénarios présentés au kern, l'hypothèse d'un *splitting* est évoquée: le groupe serait scindé en deux holdings, l'un détenant DBB, l'autre détenant la structure de cantonnement (*bad bank*). La BNB considère ce scénario comme trop dangereux, car Dexia SA ne pourrait pas recapitaliser DCL, et *in fine* les actionnaires s'en sortiraient bien tandis que les États devraient supporter l'ensemble des risques. En outre, cela maintiendrait l'État français dans l'actionnariat, tandis que DBB ne bénéficierait pas des garanties d'État. À ce moment de la crise, cette solution ne résoudrait rien mais créerait de nombreux nouveaux problèmes.

Le conseil d'administration de Dexia n'a pas du tout penché vers ces différentes hypothèses dans les versions successives de son plan. Vraisemblablement sous la pression des actionnaires, pour qui la matérialisation de la perte liée au transfert des actifs à valeur de marché dépréciée aurait signifié la perte sans doute totale de leurs avoirs, mais aussi face à l'hostilité de l'État français vis-à-vis de cette solution — hostilité qui s'est matérialisée dans l'exigence de la recapitalisation des actionnaires belges antérieurement à toute opération de cantonnement, exigence qui ne pouvait matériellement être rencontrée — la piste de la *bad bank* n'est restée vivante que sous la forme de scénarios, et non de véritables négociations. La piste de la *bad bank* est systématiquement rejetée pour des raisons de faisabilité économique, étant donné qu'elle ne résout pas véritablement le problème de liquidité mais qu'au contraire elle fait naître une perte matérialisée que personne n'est, au moment de la crise, véritablement en mesure d'assumer.

1.2.2 La *good bank*

Contrairement à la piste de la *bad bank*, celle de la *good bank* est privilégiée par plusieurs parties en présence afin de préparer le démantèlement.

1.2.2.1 L'évolution du scénario de la *good bank*

Les premières velléités de constitution d'une *good bank* semblent être le fait de la SFPI, qui a reconnu dès le mois d'avril qu'il fallait préparer l'éventualité d'une dégradation importante de la situation. Conformément aux objectifs affichés par l'État belge dès le sauvetage de 2008, il faut s'assurer de mettre DBB à l'abri. Entre la *good bank* et la *bad bank*, c'est le premier scénario qui semble le plus crédible. La SFPI va donc élaborer son scénario et se mettre en liaison avec la BNB afin d'harmoniser autant que possible, les schémas de travail afin que, le cas échéant, le gouvernement puisse

— Ten slotte wordt in de aan het kernkabinet voorgelegde scenario's de hypothese van een splitsing ter sprake gebracht: de groep zou worden gesplitst in twee holdings, waarvan de ene DBB in handen zou hebben en de andere de afsplitsingsconstructie (*bad bank*). De NBB acht dat scenario te gevaarlijk want Dexia NV zou DCL niet kunnen herkapitaliseren en *in fine* zouden de aandeelhouders er goed uitkomen, terwijl de Staten alle risico's zouden moeten dragen. Bovendien zou de Franse Staat deel blijven uitmaken van de aandeelhouders, terwijl DBB de staatswaarborgen niet zou genieten. Op dat moment in de crisis zou die oplossing geen zoden aan de dijk zetten, maar voor tal van nieuwe problemen zorgen.

De raad van bestuur van Dexia heeft in de opeenvolgende versies van zijn plan volstrekt niet voor die hypothesen gekozen. Kennelijk onder druk van de aandeelhouders, die door de materialisatie van het verlies dat gepaard ging met de overdracht van de activa tegen verlaagde marktwaarde waarschijnlijk al hun tegoeden zouden zijn kwijtgespeeld, maar ook omdat de Franse Staat afkerig was van die oplossing — wat tot uiting is gekomen in de eis van de Belgische aandeelhouders nog vóór enige afsplitsing te herkapitaliseren, een eis waarop materieel niet kon worden ingegaan —, is het spoor van de *bad bank* alleen nog blijven bestaan in de vorm van scenario's en heeft niet tot echte onderhandelingen geleid. De oplossing van de *bad bank* wordt systematisch verworpen omdat ze economisch niet haalbaar is, aangezien ze het liquiditeitsprobleem niet echt oplost maar integendeel voor een gematerialiseerd verlies zorgt dat, op het tijdstip van de crisis, niemand op zich kan nemen.

1.2.2 De *good bank*

In tegenstelling tot de oplossing van de *bad bank* geven verschillende partijen de voorkeur aan die van de *good bank* om de ontmanteling voor te bereiden.

1.2.2.1 De evolutie van het *good bank*-scenario

De FPIM lijkt als eerste de idee van de oprichting van een *good bank* te hebben geopperd. De FPIM heeft al in april toegegeven dat men zich moest voorbereiden op een aanzienlijke verslechtering van de situatie. Overeenkomstig de door de Belgische Staat van bij de redding van 2008 aangegeven doelstellingen moet ervoor worden gezorgd dat DBB veilig wordt gesteld. In de keuze tussen de *good bank* en de *bad bank* lijkt het eerste scenario het meest geloofwaardige. De FPIM zal dus haar scenario uitwerken en in contact treden met de NBB om de werkschema's zoveel mogelijk op elkaar af

obtenir une vision intégrée des possibilités de démantèlement organisé.

La BNB avance de son côté et, étudie en parallèle — sans *a priori* évident — les scénarios de *bad bank* et *good bank*. Peu après les premières pistes de *bad bank* présentées en juin et début juillet, l'analyse conclut assez rapidement à la difficulté de créer une structure de défaisance dans les conditions du moment sans compensation, et l'on se dirige alors plutôt vers un mélange *bad bank* — *good bank*. Plusieurs pistes arrivent sur la table début juillet, selon lesquelles on revendrait la plupart des entités opérationnelles, et la partie "*good bank*" de DCL serait revendue à la France ou à une tierce partie, tandis que la *bad bank* serait partagée entre Dexia, la France et la Belgique.

Le tournant se produit avec le premier plan de Dexia proposé à la BNB en juillet 2011, qui est axé sur une vente limitée d'entités opérationnelles (6,1 milliards d'euros) mais surtout d'une partie du portefeuille pour 43 milliards d'euros. Le scénario évoqué (mais pas formellement soumis au régulateur) amène à réduire le périmètre de Dexia à DBB (y compris DIS) et à DCL, y inclus toutes ses filiales existantes à ce moment (donc, avec DMA, Crediop et Sabadell entre autres). L'objectif du groupe est d'accepter des pertes jusqu'à aboutir à réduire les RWA (*Risk-Weighted Assets*) de 31 milliards d'euros et donc, grâce à la revente de quelques fleurons (dont DenizBank), d'augmenter le Tier 1 en décembre 2011 de 2,5 % (résultat de la différence entre la perte de solvabilité de 4,5 % résultant de la vente d'obligations et le gain de solvabilité provenant de la revente de DBL, DenizBank, DAM et RBC).

La BNB n'est pas du tout convaincue par ce plan qui induirait une perte de 8,1 milliards d'euros pour 2011, dont 5,53 milliards d'euros pour DCL et 1,74 milliards d'euros pour DBB: la viabilité de Dexia dépend fortement de la valorisation des titres vendus par Dexia et de l'évolution des liquidités de DCL. En cas d'aggravation de la situation, les hypothèses du plan voleraient donc en éclat. Il faut en outre recapitaliser DCL à hauteur de 3,4 milliards d'euros pour garder son ratio Tier 1 à un niveau suffisant.

Le 22 septembre, on converge enfin vers une solution qui semble proche d'être négociable avec toutes les parties. Elle inclut l'adossement de DMA, la vente de DenizBank, RBC, DAM et DBL, d'un ensemble d'actifs pour 10 milliards d'euros, la reprise des activités de DCL

te stemmen zodat de regering in voorkomend geval een geïntegreerde visie kan krijgen van de mogelijkheden om tot een georganiseerde ontmanteling over te gaan.

De NBB brengt de scenario's van de *bad bank* en de *good bank* naar voren en onderzoekt ze gelijklopend en kennelijk zonder enige vooringenomenheid. Kort nadat de eerste *bad bank*-oplossingen in juni en begin juli waren voorgesteld, komt de analyse vrij snel tot de conclusie dat het in de toenmalige omstandigheden moeilijk was om zonder compensatie een *bad bank* te creëren, en men opteert dan ook veeleer voor een mengeling *bad bank* — *good bank*. Begin juli worden verschillende oplossingen voorgesteld volgens welke de meeste operationele entiteiten van de hand zouden worden gedaan en het deel "*good bank*" zou worden verkocht aan Frankrijk of aan een derde partij, terwijl de *bad bank* zou worden verdeeld onder Dexia, Frankrijk en België.

Het eerste plan van Dexia dat in juli 2011 aan de NBB werd voorgesteld, zorgt voor een keerpunt. Het is toegespitst op een beperkte verkoop van operationele entiteiten (6,1 miljard euro) maar vooral van een deel van de portefeuille ten belope van 43 miljard euro. Het (niet formeel aan de regulator voorgelegde) scenario leidt ertoe de perimeter van Dexia te beperken tot DBB (met inbegrip van DIS) en DCL, met inbegrip van alle op dat tijdstip bestaande dochterondernemingen (dus met onder meer DMA, Crediop en Sabadell). Bedoeling van de groep is verliezen te aanvaarden om te komen tot een beperking van de RWA's (*Risk-Weighted Assets*) met 31 miljard euro en dus, dankzij de verkoop van enkele pronkstukken (waaronder DenizBank), de Tier 1 in december 2011 met 2,5 % te verhogen (resultaat van het verschil tussen het solventieverlies van 4,5 % door de verkoop van obligaties en de solventiewinst door de verkoop van DBL, DenizBank, DAM en RBC).

Dit plan kan de NBB absoluut niet overtuigen, want het zou voor 2011 een verlies van 8,1 miljard tot gevolg hebben, waarvan 5,53 miljard euro voor DCL en 1,74 miljard voor DBB: de levensvatbaarheid van Dexia is sterk afhankelijk van de waardering van de door Dexia verkochte effecten en van de evolutie van de liquiditeiten van DCL. Mocht de situatie verslechteren dan zou dat de hypothesen van het plan aan diggelen gooien. Men moet daarenboven DCL ook herkapitaliseren voor een bedrag van 3,4 miljard euro om de Tier 1-ratio op een adequaat niveau te houden.

Op 22 september evolueert men uiteindelijk naar een oplossing waarover onderhandelingsbereidheid bij alle betrokken partijen zou kunnen bestaan. Ze omvat de aansluiting van DMA, de verkoop van DenizBank, RBC, DAM en DBL, een set activa ten bedrage van 10 miljard

mais la revente de DKD et Sabadell, et la cession de DBB au gouvernement belge. DCL devient une entité résiduelle un *run-off*, mais sans revente: il n'y a pas de création de *good bank* en tant que telle, même si les différentes entités vendues peuvent être considérées comme autant de véhicules de cantonnement des entités les plus saines. Les bases de négociation avec le gouvernement français sont établies sur cette base.

À noter que les propositions de l'État français, comme le suggère l'analyse faite précédemment, ne prévoient pas l'établissement d'une *good bank*. Ces propositions se cantonnent à la mise en place d'un *swap* de collatéral avec des institutions publiques, la revente de DMA, et la reprise de l'activité de DCL d'origine des crédits aux collectivités par la Banque Postale. Il y a donc (1) un sens de l'urgence moins prononcé dans ces propositions, et (2) une différence importante dans la nature des solutions proposées, ce qui démontre que les intérêts ont définitivement divergé.

1.2.2.2 Le rôle de la loi d'expropriation des établissements financiers

L'on ne pourrait clore cette section sans évoquer le rôle de la loi du 2 juin 2010 visant à compléter les mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier (*Moniteur belge* du 14 juin 2010) permettant au régulateur de saisir le Conseil des ministres afin d'exproprier en extrême urgence les établissements financiers mettant en danger la stabilité financière du pays.

Cette loi, qui vise prioritairement à garantir la stabilité financière de la Belgique dans des situations similaires à celle que l'on a connue au début octobre 2011, a joué un rôle d'épouvantail dans la négociation. Aussi bien la BNB que le gouvernement étaient parfaitement conscients, dès le mois de mai 2011, de l'importance de cette cartouche parmi les munitions nécessaires à un éventuel démantèlement. Cela n'a cependant jamais émergé dans les scénarios jugés raisonnables. Cette option, qui est clairement celle de dernier ressort, n'a vraisemblablement pas été brandie vis-à-vis du conseil d'administration de Dexia lui-même — il n'y a aucune trace écrite ni orale allant dans ce sens; par contre, le conseil d'administration de Dexia était lui aussi conscient de la réalité de cette possibilité qui aurait définitivement ruiné les actionnaires, et cela a permis d'obtenir un résultat concret dans la négociation de démantèlement.

euro, de la reprise de l'activité de DCL, de la revente de DKD et Sabadell, et de la cession de DBB au gouvernement belge. DCL devient une entité résiduelle un *run-off*, mais sans revente: il n'y a pas de création de *good bank* en tant que telle, même si les différentes entités vendues peuvent être considérées comme autant de véhicules de cantonnement des entités les plus saines. Les bases de négociation avec le gouvernement français sont établies sur cette base.

Aan te stippen valt dat de voorstellen van Frankrijk, zoals is gesuggereerd in een eerder gemaakte analyse, niet voorzien in de oprichting van een *good bank*. Die voorstellen blijven beperkt tot het uitvoeren van een *swap* van *collaterals* met openbare instellingen, de doorverkoop van DMA en de hervatting van de *originate*-activiteit van DCL in verband met kredieten aan collectiviteiten via de *Banque Postale*. Er is dus (1) een minder uitgesproken *sense of urgency* in die voorstellen, en (2) een aanzienlijk verschil in de aard van de voorgestelde oplossingen, waaruit blijkt dat de belangen definitief zijn uiteengelopen.

1.2.2.2 De rol van de wet tot onteigening van financiële instellingen

Men zou deze afdeling bezwaarlijk kunnen besluiten zonder de rol te vermelden van de wet van 2 juni 2010 tot uitbreiding van de herstelmaatregelen voor de ondernemingen uit de bank- en financiële sector (*Belgisch Staatsblad* van 14 juni 2010), die de regulator de mogelijkheid biedt zich tot de Ministerraad te wenden om in uiterste nood financiële instellingen die de financiële stabiliteit van het land in gevaar dreigen te brengen te onteigenen.

Die wet, die er vooral op gericht is de financiële stabiliteit van België te waarborgen in situaties die te vergelijken zijn met wat men begin oktober 2011 heeft gekend, heeft in de onderhandelingen dienst gedaan als schrikbeeld. Zowel de NBB als de regering waren er zich al sinds mei 2011 volkomen van bewust dat dit een patroon van formaat was in de munitie die in stelling kon worden gebracht voor een eventuele ontmanteling. In de als redelijk geachte scenario's is dat echter nooit aan de oppervlakte gekomen. Die optie, duidelijk een *last resort*-keuze, heeft men ten overstaan van de raad van bestuur van Dexia zelf waarschijnlijk nooit bovengedaald — er is althans geen enkel schriftelijk of mondeling spoor dat daarop wijst —; de raad van bestuur van Dexia was zich daarentegen ook bewust van het reële van die mogelijkheid, die de aandeelhouders definitief zou hebben geruïneerd, en mede daardoor kon een concreet resultaat in de onderhandelingen over de ontmanteling worden bereikt.

Il est *a posteriori* évident que le fait de disposer de cette disposition légale de dernier ressort a permis au gouvernement d'obtenir *in fine* ce qu'il désirait, à savoir la revente de DBB dans un contexte de *good bank*. La possibilité d'utiliser cette loi a été brandie vis-à-vis du gouvernement français, en tant qu'arme ultime, dans la négociation. Elle répondait à trois prises de positions préoccupantes de la France: (i) la différence de perception dans le sentiment d'urgence par rapport à la fuite des dépôts chez DBB, qui ne touchait que très indirectement les intérêts français; (ii) les propositions et exigences françaises quant au démantèlement, à la fois trop légères par rapport à la gravité de la situation et faisant peser un poids trop lourd sur l'État et les actionnaires belges; et (iii) *in fine*, la négociation sur le prix et les garanties, pour lesquelles le rapport de force était au départ très favorable au camp français, qui n'avait pas grand-chose à perdre dans le processus.

On peut donc raisonnablement conclure que la loi, bien que son application n'eût été jugée par aucune partie prenante comme un "*first best*", a joué un rôle important dans la préservation des intérêts stratégiques du pays.

1.3 Analyse

Le nœud du problème est: la solution de démantèlement trouvée était-elle évitable ou aménageable dans de meilleures conditions?

1.3.1 Aurait-on pu ou dû créer une *bad bank*?

À l'analyse, il serait erroné de conclure que la création d'une *bad bank* était impossible, comme l'ont pourtant indiqué plusieurs intervenants du dossier.

La législation belge aurait rendu possible l'érection d'une telle structure, comme l'a prouvé la mise sur pied de la structure de défaillance de Fortis, *Royal Park Investments* (RPI). Le fait est que la Belgique n'avait pas la possibilité économique de créer une *bad bank* en 2008, notamment à cause du coût du sauvetage de Fortis, tandis que la France n'était pas dotée des structures légales pour abriter cette structure et n'avait de toute façon aucun intérêt politique d'encourager cette solution.

Par contre, on peut se demander s'il n'était pas possible de répliquer la solution trouvée pour abriter les actifs à problème de DEPFA, *FMS Wertmanagement*.⁵

⁵ L'historique de la banque Depfa, qui est l'institution financière la plus proche de Dexia, est reprise par ailleurs.

Achteraf is het duidelijk dat die wettelijke bepaling als laatste redmiddel de regering in staat heeft gesteld uiteindelijk te krijgen wat ze wilde, namelijk de verkoop van DBB als *good bank*. De mogelijkheid om die wet te gebruiken, heeft men ten aanzien van de Franse regering uitgespeeld als ultiem wapen in de onderhandelingen. Zij bood een antwoord op drie zorgwekkende positioneringen van Frankrijk: (i) het verschil in perceptie van de *sense of urgency* met betrekking tot de depositovlucht bij DBB, die de Franse belangen maar heel indirect raakte, (ii) de Franse voorstellen en eisen in verband met de ontmanteling, die tegelijk te licht wogen gelet op de ernst van de situatie en een te zware last legden op de Belgische Staat en de Belgische aandeelhouders en (iii) tot slot, de onderhandelingen over de prijs en de waarborgen, waarbij de krachtsverhouding aanvankelijk heel gunstig was voor het Franse kamp, dat in het hele proces niet veel te verliezen had.

Men kan dus redelijkerwijze concluderen dat de wet, hoewel de toepassing ervan door geen enkele deelnemende partij als "*first best*" werd beschouwd, een belangrijke rol heeft gespeeld in de vrijwaring van 's lands strategische belangen.

1.3 Analyse

De kern van het probleem is: had men de gevonden oplossing om te ontmantelen kunnen vermijden of in betere banen leiden?

1.3.1 Had men een *bad bank* kunnen of moeten oprichten?

Bij nader toezien zou het verkeerd zijn te concluderen dat de oprichting van een *bad bank* onmogelijk was, zoals verscheidene betrokkenen nochtans hebben aangegeven.

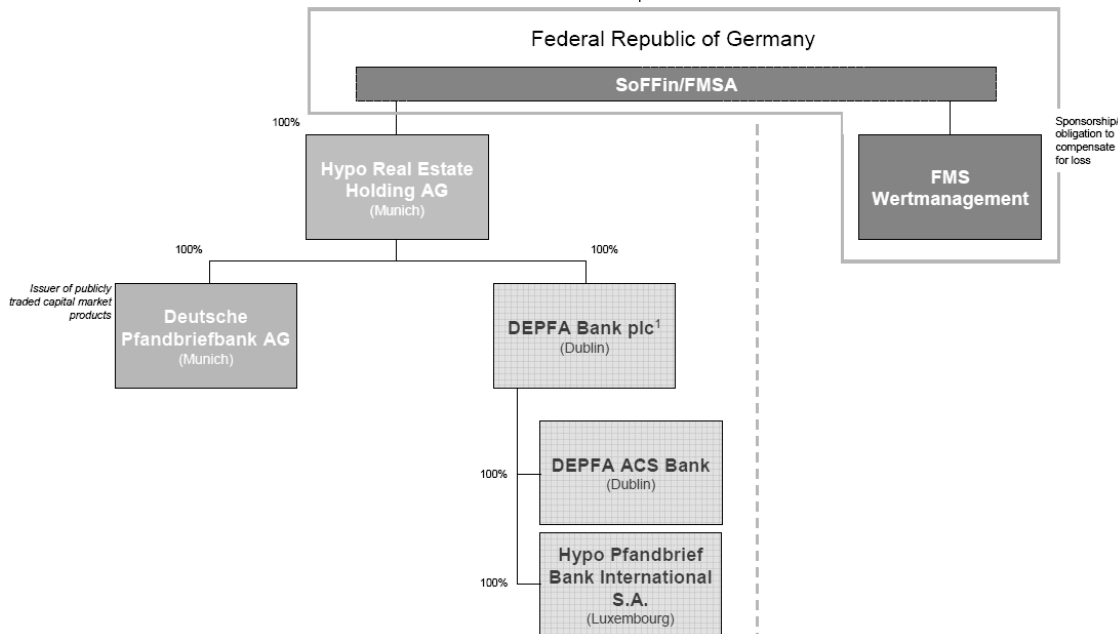
De Belgische wetgeving zou de oprichting van een dergelijke structuur hebben mogelijk gemaakt, zoals is gebleken met de oprichting van de *bad bank* van Fortis, *Royal Park Investments* (RPI). Feit is echter dat België in 2008 niet over de economische mogelijkheid beschikte om een *bad bank* op te richten, met name door de kosten voor de redding van Fortis, terwijl Frankrijk niet over de wettelijke structuren beschikte om dat vehikel in onder te brengen en er in elk geval geen politiek belang bij had tot die oplossing aan te zetten.

Men kan zich daarentegen afvragen of het niet mogelijk was de oplossing over te nemen die men heeft gevonden om de probleemactiva van DEPFA, *FMS Wertmanagement*⁵, in onder te brengen.

⁵ De geschiedenis van de bank Depfa, die als financiële instelling het dichtst bij Dexia staat, is elders opgenomen.

En 2010, l'État allemand se dote d'une loi permettant au groupe *Hypo Real Estate*, qui a été nationalisé pendant la crise, de transférer ses actifs "à problème" à une structure de défaillance. La structure révisée du groupe est reprise dans le graphique suivant:

In 2010 heeft Duitsland een wet aangenomen waardoor de *Hypo Real Estate*-groep, die tijdens de crisis werd genationaliseerd, haar "probleem"-activa naar een rommelbank kon overdragen. De herziene structuur van de groep is weergegeven in de volgende figuur:



Structure du groupe Hypo RE après création de la structure de défaillance. Source: PBB, présentation aux analystes, 5 octobre 2010.

Structuur van de Hypo RE-Groep, na de oprichting van de bad-bankstructuur. Bron: PBB, presentatie aan de analisten, 5 oktober 2010.

Techniquement, au niveau belge ou français, il eût été possible de procéder de manière assez similaire, notamment en 2009 ou 2010, lorsque la crise souveraine n'avait pas encore éclaté et que le groupe semblait pouvoir poursuivre le plan de *deleveraging* au rythme prévu. Il aurait fallu que l'un ou l'autre État fasse séquentiellement (1) le rachat d'une entité opérationnelle considérée comme "saine" (DCL après revente des filiales à problème pour la France, avec la mise en place d'une structure de financement basée sur les autres outils publics) avec son portefeuille *Legacy* correspondant, et (2) la création d'une structure de type "*bad bank*" sous l'égide totale de l'État pour y transférer les actifs à problème, quitte à réaliser un transfert intra-groupe préalable afin d'y loger un maximum d'obligations et de prêts illiquides. L'État responsable de ces structures aurait simultanément la propriété d'une *good bank* et d'une *bad bank*, toutes deux extraites du groupe Dexia SA.

Technisch was het op Belgisch of Frans niveau mogelijk geweest op min of meer gelijkaardige wijze tewerk te gaan, meer bepaald in 2009 of 2010 toen de staats-schuldencrisis nog niet was losgebarsten en het er nog naar uitzag dat de groep het in uitzicht gestelde tijdpad van het *deleveraging* plan zou kunnen aanhouden. In dat geval had de ene of de andere Staat achtereenvolgens twee dingen moeten doen: eerst had hij een als "gezond" beschouwde operationele eenheid moeten opkopen (DCL, na doorverkoop van de probleemdochters, wat Frankrijk betreft, en met de uitbouw van een financieringsstructuur gebaseerd op de andere overheids-instrumenten) inclusief de ermee corresponderende *Legacy*-portefeuille; vervolgens had hij een structuur van het type "*bad bank*" moeten opzetten die totaal onder zijn controle zou staan en waarnaar de probleemactiva zouden worden overgeheveld, desnoods via een voorafgaande overheveling binnen de groep, teneinde er zo veel mogelijk obligaties en illiquide leningen in onder te brengen. De voor die structuren verantwoordelijke Staat zou dan tegelijk eigenaar zijn geweest van een *good bank* en een *bad bank*, die beide uit de Dexia-groep NV zouden zijn voortgekomen.

La question de l'opportunité d'une telle opération se pose par contre avec plus d'acuité. L'examen du cas Depfa montre que ce mécanisme amène le transfert d'une partie importante de l'exposition aux pays PIIGS. Dans le cas de Depfa, la seule exposition à la Grèce a été de 6 milliards d'euros (exposition totale). En nationalisant *good* et *bad bank*, le risque souverain aurait été totalement couvert par l'État responsable, ce qui aurait pu induire une perte importante. Il n'est évidemment pas possible d'écrire le scénario de ce qu'aurait pu être une opération analogue à celle de Depfa, mais elle aurait clairement apporté un risque souverain supplémentaire que la Belgique ou la France aurait pu regretter.

En conclusion, même si l'option de la *bad bank* était ouverte, celle-ci présentait des risques et inconvénients économiques importants, et il semble avec le recul que ce n'aurait pas été une bonne décision.

1.3.2 Aurait-on pu ou dû créer une *good bank* autrement?

La question de la création de la *good bank* se posait à partir du moment où (1) les transferts entre DBB et DCL reprenaient avec une telle importance que l'on pouvait anticiper qu'un retour à la normale serait fortement improbable, et (2) que le conseil d'administration de DBB considérait que le fait d'interrompre ces flux unilatéralement s'avérait impossible sous peine de faire basculer le groupe et l'ensemble de ces entités, DBB y compris.

Le gouvernement, à travers la SFPI, a commencé à travailler sur un scénario d'extraction de DBB dès le mois d'avril 2011; la BNB a sérieusement considéré cette piste après le scénario *bad bank* à la fin juin 2011. La convergence d'analyse était déjà à ce moment relativement forte.

On peut fortement déplorer que M. S. Decraene soit parti, laissant la courroie de transmission tourner à vide. Le problème a alors été lié aux freins que Dexia SA lui-même a apportés à un démantèlement dans lequel la vente de DBB serait prioritaire. Il est clair, à travers le *living will* et les positions défendues au conseil d'administration du groupe jusqu'à fin septembre, que celui-ci désirait prioritairement acheter du temps jusqu'à la fin de l'année 2011, en divergence manifeste d'interprétation quant à l'urgence et la gravité de la situation par rapport aux régulateurs (principalement la BNB).

Of een dergelijke operatie opportuun zou zijn geweest, is echter een veel neteligere vraag. Een analyse van het Depfa-dossier leert dat een dergelijke operatie de overdracht inhoudt van een aanzienlijke blootstelling aan de PIIGS-landen. In het geval van Depfa bedroeg alleen al de blootstelling aan Grieks waardepapier 6 miljard euro (totale blootstelling). Had men zowel de *good bank* als de *bad bank* genationaliseerd, dan zou de betrokken Staat borg hebben moeten staan voor het totale staatsschuldrisico, wat tot hoge verliezen had kunnen leiden. Uiteraard is het onmogelijk te voorspellen hoe het zou zijn afgelopen, mocht men een operatie hebben doorgevoerd die te vergelijken is met de Depfa-operatie, maar vast staat dat een dergelijk ingrijpen België en Frankrijk zou hebben opgezadeld met een bijkomend staatsschuldrisico, dat ze liever kwijt dan rijk zouden zijn geweest.

Tot besluit kan men stellen dat het weliswaar tot de mogelijkheden behoorde een *bad bank* op te richten, maar dat dit achteraf bekeken geen goede beslissing zou zijn geweest, vanwege de grote economische risico's en nadelen.

1.3.2. Had men op een andere manier een *good bank* kunnen of moeten oprichten?

De vraag of het raadzaam was een *good bank* op te richten, rees (1) zodra de transfers tussen DBB en DCL opnieuw een dermate grote omvang aannamen dat men ervan uit kon gaan dat de situatie wellicht niet zou normaliseren en (2) zodra de raad van bestuur van DBB tot de bevinding kwam dat een unilaterale stopzetting van die transfers onmogelijk was zonder de groep en alle entiteiten ervan, dus inclusief DBB, overstag te doen gaan.

Via de FPIM begon de regering in april 2011 te werken aan een scenario om DBB van de groep af te splitsen. De NBB hield vanaf eind juni 2011 ernstig rekening met die denkpiste, na het scenario van een *bad bank*. De verschillende analyses begonnen toen al behoorlijk dezelfde richting uit te gaan.

We kunnen alleen maar ten zeerste betreuren dat de heer S. Decraene de deur achter zich dichttrok en de brand liet voortmeulen. In de fase daarop begon Dexia NV zelf een rem te zetten op de ontmanteling van de groep, waarbij de verkoop van DBB prioritair zou zijn. Uit de *living will* en de tot eind september door de raad van bestuur van de groep verdedigde standpunten blijkt dat de raad vooral tijd wou kopen tot eind 2011 — een houding die manifest haaks stond op het aanvoelen van de reguletoeren (voornamelijk de NBB), die vonden dat de situatie ernstig was en een dringend optreden vereiste.

On peut également considérer la position française comme un frein à la résolution plus ordonnée de la situation. Les propositions n'ont pas été suffisamment fortes en termes de profondeur du démantèlement, et l'avancement des négociations pour l'adossement de DMA n'ont pas été assez rapides pour permettre la préparation sereine du démantèlement. En outre, la BNB a perçu que l'État français imposerait la contrainte de recapitalisation des actionnaires belges (Arco, Holding communal, Ethias) avant de permettre une cession d'actifs stratégiques, ce qui a instauré un élément de méfiance qui a vraisemblablement amené les autorités belges à agiter le spectre de la loi d'expropriation (voir ci-dessus).

Il est clair que, pour arriver à une solution de démantèlement moins coûteuse pour toutes les parties, la machine aurait dû être enclenchée plus tôt. Mais les divergences qui se sont fait jour entre la BNB et l'État belge d'une part, Dexia SA de seconde part (alors que la coordination était meilleure jusqu'à l'été), et l'État français de troisième part, ont ralenti le processus. La BNB aurait sans doute dû anticiper son action d'une semaine, et cela aurait certainement eu un impact moins négatif en particulier pour Arco, dont le diagnostic de la BNB était que le holding pouvait à ce moment surmonter l'opération sans devoir recourir à une liquidation.

Ce constat amène certainement à se demander si un comité de pilotage permanent, associant les régulateurs et les autorités publiques, et doté d'une possibilité d'action rapide et d'une capacité de négociation importante, n'aurait pas permis de gagner une semaine et d'éviter la *bank run*.

2. Les cessions

La problématique des cessions dresse, d'une part, le constat des entités cédées par le groupe et évalue brièvement leur calendrier et leur opportunité et, d'autre part, la liste des entités qui n'ont pas été cédées mais qui auraient pu avoir un impact certain sur le destin de Dexia. Nous distinguons la cession globale du groupe, celle de la filiale opérationnelle DCL et ses sous-filiales, et celle des autres entités opérationnelles du groupe dignes d'un examen dans le cadre de ce chapitre.

2.1 La cession du groupe

Il faut noter que, parmi les options stratégiques considérées, celle de l'adossement du groupe dans son intégralité à une autre institution financière est la

Tevens kan worden gesteld dat de positie van Frankrijk een meer ordentelijke oplossing van de problemen in de weg stond. De gedane ontmantelingsvoorstellen gingen niet ver en diep genoeg en er werd al te veel getalmd met de onderhandelingen over de aansluiting van DMA, waardoor de ontmanteling niet sereen kon worden voorbereid. Bovendien had de NBB de indruk gekregen dat de Franse Staat aanstuurde op een verplichte herkapitalisatie van de Belgische aandeelhouders (Arco, Gemeentelijke Holding, Ethias) alvorens te willen instemmen met de overdracht van strategische activa. Die houding zorgde voor een klimaat van wantrouwen dat de Belgische autoriteiten er wellicht toe heeft gebracht te dreigen met de onteigeningswet (zie hierboven).

Het is duidelijk dat men eerder had moeten ingrijpen om de ontmanteling voor alle partijen minder duur te maken. Het proces werd vertraagd doordat er onenigheid bestond tussen drie partijen: (1) de NBB en de de Belgische Staat, (2) Dexia NV (hoewel de coördinatie tot aan de zomer vlot verliep) en (3) de Franse Staat. De NBB had ongetwijfeld een week vroeger in actie moeten komen, en dat zou beslist een minder negatieve weerslag hebben gehad, vooral dan voor Arco, waarvoor de door de NBB gestelde diagnose luidde dat de holding op dat moment de operatie te boven kon komen zonder zijn toevlucht te hoeven nemen tot een vereffening.

Die vaststelling roept meteen de vraag op of een permanent monitoringcomité waarbij de regulatoren en de overheid zouden zijn betrokken en dat zeer snel zou kunnen optreden en over een grote onderhandelingscapaciteit zou beschikken, een week tijd zou hebben genomen en een *bank run* zou hebben kunnen voorkomen.

2. De overdrachten

De overdrachtenproblematiek geeft enerzijds aan welke entiteiten de groep heeft overgedragen en evalueert beknopt het tijdspad voor en de raadzaamheid van die overdrachten; anderzijds wordt de lijst vermeld met entiteiten die niet werden overgedragen, maar die een beslissende invloed hadden kunnen hebben op het lot van Dexia. Wij maken een onderscheid tussen de algemene overdracht van de groep, die van de operationele dochter DCL en haar kleindochters en die van de overige operationele entiteiten van de groep, die in het raam van dit hoofdstuk een onderzoek verdienen.

2.1 De overdracht van de groep

Opmerkelijk is dat onder de overwogen strategische opties, die waarbij de groep zich in zijn geheel zou aansluiten bij een andere financiële instelling het minst

moins développée. En effet, cette opération n'est jamais vraiment rentrée dans une phase opérationnelle.

Au niveau informel, le management est rentré en contact avec plusieurs acteurs internationaux en toute discrétion. Les discussions ont systématiquement buté sur deux aspects: le portefeuille obligataire et l'ampleur des besoins de financement à court terme. Dans une situation des marchés en convalescence d'abord, puis dans le stress souverain ensuite, cette situation est jugée ingérable par tous les acteurs.

Formellement, comme l'a indiqué M. Pierre Mariani à ce sujet lors du comité stratégique du 22 juin 2010, "Compte-tenu de la taille de son bilan et de sa vulnérabilité en matière de liquidité dans un environnement réglementaire incertain, il apparaît que Dexia n'a pas d'autre choix que de poursuivre son rétablissement en stand alone et qu'un adossement global n'est pour l'heure pas envisageable." Cette déclaration n'a jamais été challengée par les membres du comité, n'est donc jamais revenue sur la table du conseil d'administration, et n'a jamais été étudiée formellement. Étant donné le paysage institutionnel et la complexité du dossier Dexia sur la période 2008-2011, il semble effectivement que des efforts substantiels auraient dû être entrepris afin de réaliser cet adossement, et qu'il aurait eu peu de chances d'être couronné de succès. Ce n'est donc rétrospectivement pas une option qui aurait été de nature à renforcer la position de Dexia face au démantèlement, étant donné que cela aurait consommé d'énormes ressources du top management avec des espoirs d'un adossement très ténus.

2.2 Les cessions effectuées entre 2008 et 2011

Le management du groupe a anticipé la conclusion du plan de *deleveraging* accepté par la Commission européenne en février 2010, en tentant de se défaire prioritairement des structures présentant les dangers les plus immédiats pour le groupe. Cela inclut, d'après le rapport annuel 2009:

- *Kommunalkredit* (KA) (11/2008)
- FSA (07/2009)
- *Crédit du Nord* (675 millions d'euros -12/2009)
- Accord sur la cession de Dexia *Épargne-Pension* (DEP).

Les deux premières cessions s'avèrent très importantes afin de réduire le profil de risque du groupe

uitgespit werd. Die operatie is namelijk nooit in een operationele fase geraakt.

Het management heeft informeel en in alle discretie voeling gezocht met verscheidene andere internationale actoren. De besprekingen liepen stelselmatig spaak op twee aspecten: de obligatieportefeuille en de omvang van de financieringsbehoeften op korte termijn. Gelet op de situatie waarin de markten zich aanvankelijk herstellen en vervolgens de staatsschuldencrisis uitbreekt, achten alle actoren die situatie onbeheersbaar.

De heer Pierre Mariani heeft daarover formeel de volgende verklaring afgelegd op het strategisch comité van 22 juni 2010: "*Compte-tenu de la taille de son bilan et de sa vulnérabilité en matière de liquidité dans un environnement réglementaire incertain, il apparaît que Dexia n'a pas d'autre choix que de poursuivre son rétablissement en stand alone et qu'un adossement global n'est pour l'heure pas envisageable.*". Die verklaring is nooit betwist door de leden van het comité en is dus ook nooit opnieuw ter sprake gekomen in de raad van bestuur en is nooit formeel tegen het licht gehouden. Gelet op het institutionele landschap en op de complexiteit van het Dexia-dossier in de periode tussen 2008 en 2011, blijkt dat zeer aanzienlijke inspanningen hadden moeten worden geleverd om die aansluiting erdoor te krijgen en dat ze uiteindelijk toch niet met succes zou zijn bekroond geweest. Achteraf beschouwd is dat bijgevolg geen optie die de positie van Dexia tegenover de ontmanteling had kunnen versterken, aangezien ze enorme capaciteiten van het topmanagement zou hebben opgebruikt, met een flinterdunne kans dat de aansluiting er zou zijn gekomen.

2.2 De tussen 2008 en 2011 gedane overdrachten

Het management van de groep heeft de ondertekening van het *deleveraging*-plan, dat in februari groen licht kreeg van de Europese Commissie, zien aankomen en heeft geprobeerd zich in de allereerste plaats te ontdoen van de structuren die voor de groep de meest directe bedreiging vormden. Volgens het jaarverslag 2009 gaat het daarbij om:

- *Kommunalkredit* (KA) (11/2008)
- FSA (07/2009)
- *Crédit du Nord* (675 miljoen euro -12/2009)
- Overeenkomst over de overdracht van *Dexia Épargne-Pension* (DEP).

De eerste twee overdrachten blijken uitermate belangrijk om het uit het vorige tijdperk overgeërfd

hérité de l'ère précédente. KA, dont DCL détient 49 %, a connu des difficultés majeures en 2008 et a été nationalisée par l'État autrichien. La filiale DKB (*Dexia Kommunalkredit Bank*) est reprise en mains par DCL en direct afin de contrôler, puis drastiquement réduire les activités de crédit dans les pays de l'Est. Quant à FSA, il s'agira d'une priorité pour le groupe, qui parviendra à nouer rapidement un protocole de vente avec *Assured Guaranty*, qui sera finalisé le 31 juillet 2009 et qui ne posera plus de difficulté majeure par la suite, malgré le fait que la vente accélérée des *financial products* en mai-août 2011 aurait pu achopper sur un éventuel refus de la part d'AG, car les *financial products* étaient mis en gage à leur profit.

Elles ne sont certainement pas de nature à rendre Dexia plus fragile devant la crise souveraine qui s'annonce, et représentent au contraire l'illustration de prise en main rapide et concrète du processus par la nouvelle équipe dirigeante nommée en 2008. Cet effort, qui sera soutenu par la suite, consiste à revenir aux métiers cœurs du groupe en réduisant en premier lieu les risques les plus immédiats et en recentrant les activités de Dexia autour de ses pôles géographiques belge, français, luxembourgeois et turc.

La deuxième phase de cessions correspond au plan approuvé par la Commission européenne le 26 février 2010. Le plan de cession des entités opérationnelles approuvé dans le plan aura été généralement anticipé par Dexia:

— Adinfo: engagement de vente au 31/12/2010, vente clôturée au 30/6/2010;

— SPE: engagement de vente au 31/12/2010, vente clôturée au 30/6/2010;

— Actions de AG reçues dans le cadre la vente de FSA: engagement de vente au 31/12/2011, vente clôturée au 30/10/2010;

— Dexia Bank Slovensko, filiale très problématique de DKB: engagement de vente au 31/12/2012, vente clôturée au 31/3/2011;

— Deniz Emeklilik: engagement de vente au 31/12/2012, vente signée au 30/6/2011.

Les cessions de ces entités correspondent à une anticipation des exigences du plan, principalement parce qu'il y a à la fois une adhésion des organes de Dexia avec les objectifs de ce plan et une opportunité réelle de trouver un acquéreur dans des conditions correctes

risicoprofiel van de groep te verkleinen. KA, waarvan DCL 49 % bezit, zat zwaar in het slop in 2008 en werd door de Oostenrijkse Staat genationaliseerd. De DKB-dochter (*Dexia Kommunalkredit Bank*) komt opnieuw rechtstreeks in handen van DCL zodat de kredietverrichtingen in de oostelijke landen kunnen worden gecontroleerd en vervolgens drastisch ingekrompen. De verkoop van FSA is dan weer een prioriteit voor de groep, die erin zal slagen in geen tijd een verkoopprotocol met *Assured Guaranty* af te ronden. Dat zal zijn beslag krijgen op 31 juli 2009 en zal vervolgens niet meer voor noemenswaardige moeilijkheden zorgen, ondanks het feit dat de versnelde verkoop van de *financial products* in mei-augustus 2011 op een eventuele weigering van AG had kunnen stuiten, want de *financial products* werden in hun belang in pand gegeven.

De verkopen hebben Dexia zeker niet verzwakt ten aanzien van de soevereine crisis die eraan staat te komen; ze illustreren integendeel dat de nieuwe, in 2008 aan het roer gekomen bestuursploeg het proces snel en overduidelijk in handen neemt. Die inspanning die nadien zal worden aangehouden, bestaat erin terug te keren tot de kernmétiers van de groep door allereerst de meest directe risico's terug te dringen en de activiteiten van Dexia opnieuw te concentreren rond haar Belgische, Franse, Luxemburgse en Turkse polen.

De tweede fase in de overdrachten stemt overeen met het door de Europese Commissie op 26 februari 2010 goedgekeurde plan. Het in dat plan gefiatteerde programma voor de overdracht van de operationele entiteiten zal in het algemeen door Dexia zijn geanticipeerd:

— Adinfo: verkoopverbintenis per 31/12/2010, verkoop gesloten op 30/6/2010;

— SPE: verkoopverbintenis per 31/12/2010, verkoop gesloten op 30/6/2010;

— AG-aandelen ontvangen in het raam van de verkoop van FSA: verkoopverbintenis per 31/12/2010, verkoop gesloten op 30/10/2010;

— Dexia Bank Slovensko, zware probleemdochter van DKB: verkoopverbintenis per 31/12/2010, verkoop gesloten op 31/3/2011;

— Deniz Emeklilik: verkoopverbintenis per 31/12/2010, verkoop ondertekend op 30/6/2011.

Met de verkoop van die entiteiten werd geanticipeerd op wat in het plan werd geëist. De leidinggevende instanties van Dexia waren het immers eens met de doelstellingen van dat plan, én er was een echte opportuniteit om voor die entiteiten een koper te vinden

pour ces entités. D'un point de vue strictement factuel, on peut rétrospectivement féliciter le management et le conseil d'administration de l'énergie particulière portée à la mise en œuvre de ce plan de cession, qui constitue un tour de force et pour lequel on ne peut décemment porter aucun reproche, bien au contraire.

Les exceptions notables sont les filiales Crediop (70 %) et Sabadell (60 %), qui devaient être cédées respectivement à la fin 2012 et 2013 (voir Chapitre 4). Bien que le plan spécifie que la cession de Crediop doive se faire dans des conditions de prix acceptables, les deux entités resteront présentes dans le bilan du groupe jusqu'à son démantèlement. Leur statut est analysé ci-dessous.

2.3 Les principales cessions possibles dans le périmètre de DCL

L'examen des cessions se cantonne à celles qui ont été évoquées à l'un ou l'autre moment et dont l'opportunité ainsi que le timing doivent être analysés.

2.3.1 DCL

Si l'adossement du groupe n'a jamais véritablement été à l'ordre du jour au vu de la taille du bilan et de la complexité de Dexia SA, la cession complète ou partielle de DCL a été effectivement étudiée. Cela aurait effectivement réduit fortement les besoins de liquidité du groupe (voir chapitre suivant), réduit drastiquement les risques de litiges liés aux crédits structurés ainsi que ceux de certaines filiales (dont DBS, Crediop et Sabadell), permis de se défaire de DMA qui était une filiale très gourmande en capital et grosse consommatrice de collatéral, et par ailleurs présentait l'intérêt d'être un vecteur très intéressant d'émission de crédits aux collectivités françaises, activité qui est demeurée rentable tout au long de la période.

Le sujet de l'adossement de ce "gros morceau", qui constituerait l'amputation de près de la moitié de la taille du bilan du groupe, est revenu deux fois au menu du conseil d'administration du groupe à partir de 2011. En janvier, M. Pierre Mariani informe les membres du conseil d'administration que des discussions sont en cours avec la Banque Postale (BP). Aucun accord n'est signé mais la BP soutient le groupe sur des opérations

die een billijke prijs wou betalen. Als we ons louter op de feiten richten, kunnen we — nu we de zaken van op afstand kunnen bekijken — het management en de raad van bestuur alleen maar loven voor de grote moeite die ze hebben gedaan om dat verkoopplan door te voeren. Ze realiseerden een heuse krachttoer, die we hen redelijkerwijs niet kunnen verwijten — wel integendeel.

In dat verband waren er wel grote uitzonderingen: de dochterondernemingen Crediop (70 %) en Sabadell (60 %), want die zouden respectievelijk eind 2012 en 2013 worden verkocht (zie hoofdstuk 4). Hoewel in het plan duidelijk was aangegeven dat de verkoop van Crediop moest gebeuren tegen een aanvaardbare verkoopprijs, zullen beide entiteiten op de balans van de groep blijven tot die werd ontmanteld. Hieronder volgt de analyse van hun status.

2.3 De belangrijkste mogelijkheden tot verkoop binnen DCL

Het onderzoek van de verkopen blijft hier beperkt tot die welke op een of ander ogenblik werden overwogen — terzake moeten de opportuniteit en de timing van die verkopen onder de loep worden genomen.

2.3.1 DCL

De volledige of gedeeltelijke verkoop van DCL werd wel degelijk overwogen, al was de aansluiting van de groep nooit echt aan de orde, gelet op de omvang van de balans en de complexiteit van de NV Dexia. De verkoop van DCL zou de liquiditeitsbehoeften van de groep fors hebben doen afnemen (zie volgend hoofdstuk); ook zou er een merkelijke afname zijn geweest van de mogelijke geschillen in verband met de gestructureerde kredieten en van de risico's van bepaalde dochterondernemingen (onder meer DBS, Crediop en Sabadell). De verkoop van DCL zou het voorts mogelijk hebben gemaakt zich te ontdoen van DMA, een dochteronderneming met een enorme kapitaalbehoefte en die veel *collateral* opslokte. Tot slot was DCL een opportuniteit: het was een uitermate belangrijk instrument om kredieten te verstrekken aan de Franse lokale overheden, een activiteit die in die hele periode heel rendabel is gebleven.

Vanaf 2011 heeft de raad van bestuur van de groep zich tweemaal gebogen over de vraag of de belangrijke tak die DCL was, al dan niet binnen de groep moest blijven. In het andere geval zou haast de helft van de balansomvang van de groep worden afgestoten. In januari 2011 heeft de heer Pierre Mariani de leden van de raad van bestuur in kennis gesteld van het feit dat onderhandelingen liepen met de *Banque Postale* (BP).

ponctuelles, en particulier la souscription d'émissions de Dexia pour 500 millions d'euros; Dexia ne peut néanmoins se prévaloir d'aucune garantie d'aucune sorte. Un mois plus tard, le statut des négociations n'a pas changé.

Après février 2011, il apparaît que le sujet disparaît des discussions. L'éventuelle acquisition de tout ou partie de DCL n'entre pas dans les projets stratégiques de la BP.⁶ Étant donné qu'il est impossible de mettre une pression suffisante sur les pouvoirs publics français pour forcer une telle opération, le projet est abandonné.

2.3.2 Crediop et Sabadell

Bien que les apparences soient contraires, il apparaît que l'équipe dirigeante de Dexia ait identifié l'intérêt (au demeurant manifeste) de se délester au plus vite de ces deux filiales. Comme on le lira par la suite, la revente de Crediop et Sabadell constitue l'alternative proposée par Dexia à la revente de DenizBank qui était initialement prévue par la Commission européenne. Le groupe ne voulait absolument pas revendre la filiale turque, considérée comme le moteur de sa rentabilité. Mais DenizBank a toujours été relativement vendable, au contraire des filiales italienne et hispano-portugaise de financement des collectivités locales.

En juin 2010, le comité stratégique affiche sa priorité à la revente de Crediop, qui est le morceau le plus important, avec un bilan de 45 milliards d'euros. À ce moment, M. Pierre Mariani indique qu'il s'agit de la priorité absolue dans le plan de *deleveraging*.

Malheureusement pour le groupe, il doit entamer une véritable course poursuite avec la crise souveraine, qui rattrape naturellement plus vite les entités actives dans les pays "PIIGS" que celles de l'Europe du Nord. En mai 2011, Moody's vient de dégrader Crediop de trois crans, et sa revente induirait une perte d'environ 800 millions d'euros. La cession de Sabadell serait moins ardue (- 10 milliards d'euros de bilan, neutre en P&L) mais imposerait de conserver une ligne de liquidité de 3 milliards d'euros. Visiblement, à ce moment encore, les deux dossiers semblent être liés dans leur traitement, même si pourtant il semble nettement moins compliqué de céder Sabadell. À la fin du mois, lors du

⁶ Voir par ailleurs dans le chapitre 4 de la partie 5.

Er werd geen enkele overeenkomst ondertekend, maar BP steunde de groep in verband met specifieke verrichtingen, inzonderheid de inschrijving op Dexia-uitgiften ten bedrage van 500 miljoen euro. Dexia kon zich echter op generlei waarborg beroepen. Een maand later waren de onderhandelingen niet verder opgeschoten.

Na februari 2011 werd het onderwerp kennelijk niet meer aangesneden. In de strategische planning van BP kwam de mogelijke (gehele dan wel gedeeltelijke) verkoop van DCL niet meer aan bod.⁶ Dat plan kreeg geen gevolg meer, aangezien onvoldoend druk kon worden gezet op de Franse overheid om een dergelijke operatie door te voeren.

2.3.2 Crediop en Sabadell

De leiding van Dexia heeft het (overigens evidente) belang om zich onverwijld van die twee entiteiten te ontdoen, wel degelijk onderkend — hoewel het er anders naar uitzag. Zoals hieronder wordt aangegeven, was de doorverkoop van Crediop en Sabadell het alternatief dat Dexia aanreikte om DenizBank niet te hoeven verkopen, hetgeen de Europese Commissie aanvankelijk had voorgesteld. De groep wou de Turkse dochteronderneming absoluut niet doorverkopen omdat DenizBank werd beschouwd als een rentabiliteitsmotor. DenizBank was evenwel altijd een voor verkoop vrij aantrekkelijke entiteit, in tegenstelling tot de Italiaanse en de Spaans-Portugese dochterondernemingen, die actief waren in de kredietverstrekking aan lokale overheden.

In juni 2010 heeft het strategisch comité gesteld voorrang te willen geven aan de doorverkoop van Crediop, de grootste entiteit, met een balanstotaal van 45 miljard euro. Op dat ogenblik heeft de heer Pierre Mariani aangegeven dat die verkoop absolute voorrang genoot in het plan inzake *deleveraging*.

Voor de groep was het evenwel uitermate jammer dat net toen een echte 'wedloop' ontstond met de staats-schuldencrisis, die vanzelfsprekend de entiteiten die actief waren in de "PIIGS-landen" sneller in de greep kreeg dan de entiteiten die meer noordelijk in Europa gevestigd waren. Kort daarvoor, in mei 2011, had Moody's de *rating* van Crediop met drie stappen verlaagd; een mogelijke doorverkoop van Crediop zou daardoor leiden tot een verlies van ongeveer 800 miljoen euro. De verkoop van Sabadell zou minder pijnlijk zijn (een balans van minder dan 10 miljard euro, neutraal inzake P&L) maar meebrengen dat een liquiditeitslijn van 3 miljard euro in stand moest worden gehouden. Toen

⁶ Zie overigens deel V, hoofdstuk 4.

second comité stratégique, on conclut que la vente de Crediop est compromise; on se tourne alors vers la revente d'une partie du portefeuille d'actifs des deux entités pour un total de 17,8 milliards d'euros.

Les efforts de revente de Crediop et Sabadell semblent cesser définitivement entre mai et juin 2011. Le constat fait par le management, vraisemblablement réaliste, est que le marché ne peut plus absorber ces ventes. Les acheteurs potentiels seraient en effet uniquement nationaux, car les banques étrangères se sont retirées du marché du financement des collectivités publiques, et en tout cas en Italie personne n'est en mesure d'acquiescer ces entités dans une situation de financement de plus en plus tendue alors que les filiales sont elles-mêmes très peu liquides. Cette lecture est d'ailleurs largement partagée par le régulateur, qui ne voit pas de possibilité concrète de revendre ces entités à brève échéance et à bon prix. À la place de ces cessions devenues compromises, le management se tournera vers la filiale d'assurances en Belgique, *Dexia Insurance Services* (DIS) dont le principal actif est DIB (voir ci-dessous).

La version fournie par le management de Dexia pour justifier l'insuccès des tentatives de revente de ces deux filiales est centrée sur la recherche de la discrétion, mais cette méthode de travail n'aura pas l'heur de convaincre les représentants de l'État belge et de l'UE, qui considéreront que Dexia n'a pas mis en œuvre tous les moyens nécessaires pour accélérer la revente des deux filiales.

2.3.3 DMA

Formellement, le projet d'adossement de *Dexia Municipal Agency* (DMA) à un consortium formé par la CDC et la Banque Postale n'apparaît qu'en septembre 2011, mais la discussion était en route depuis un certain temps. Cette cession représente un élément de solution au problème de DSA parce que (i) elle aurait permis de diminuer les encours et d'améliorer la trésorerie, et (ii) d'améliorer la robustesse du rating de DMA. De l'aveu même de plusieurs membres du comité de direction, cette possibilité n'avait pratiquement jamais émergé comme une piste crédible précédemment. Jusqu'au printemps 2011, l'idée de céder DMA était considérée comme saugrenue et ne rentrait absolument pas dans les plans (pas dans le "logiciel" des managers et actionnaires considérant DMA et ses revenus comme

bleek nog dat beide dossiers gelijk behandeld werden, hoewel het toch veel minder moeilijk leek Sabadell te verkopen. Eind mei 2011 werd tijdens het tweede strategisch comité vastgesteld dat de verkoop van Crediop moeilijk lag, waarna de aandacht uitging naar de verkoop van een deel van de activa-portefeuille van beide entiteiten, voor een totaalbedrag van 17,8 miljard euro.

De pogingen om Crediop en Sabadell te verkopen leken tussen mei en juni 2011 helemaal stil te vallen. Het management maakte de wellicht terechte vaststelling dat de markten die verkopen niet meer aankonden: de potentiële kopers zouden immers alleen uit de eigen nationale markten komen, want de buitenlandse banken hadden zich teruggetrokken uit de financiering van de lokale overheden; zeker wat Italië betreft, kon geen enkele speler Crediop en Sabadell betalen in een omgeving waar financiering almaar moeilijker werd; bovendien waren de dochterondernemingen zelf heel illiquide. Die interpretatie wordt trouwens grotendeels gevolgd door de regulator, die geen concrete mogelijkheid zag die entiteiten op korte termijn en tegen een correcte prijs opnieuw te verkopen. Het management zag af van die moeilijk geworden overdracht en richtte zich tot de verzekeringsdochteronderneming in België, *Dexia Insurance Services* (DIS), die voornamelijk DIB als activa op de balans heeft (zie *infra*).

Ter rechtvaardiging van de mislukte pogingen om die beide dochterondernemingen opnieuw aan de man te brengen, voert het management van Dexia aan dat het in de bedoeling lag die doorverkoop in alle discretie door te voeren. De vertegenwoordigers van de Belgische Staat en van de EU zijn er echter niet van overtuigd dat dit de juiste werkwijze was en menen dat Dexia er niet alles heeft aan gedaan om de doorverkoop van de twee dochterondernemingen te bespoedigen.

2.3.3. DMA

Formeel duikt het project om *Dexia Municipal Agency* (DMA) aansluiting te doen vinden bij het consortium van CDC en *Banque Postale* pas op in september 2011, maar de besprekingen waren op dat ogenblik reeds een tijd aan de gang. Die overdracht draagt bij tot het wegwerken van het probleem van Dexia NV, omdat ze een vermindering van de uitstaande bedragen had kunnen bewerkstelligen én voor meer middelen had kunnen zorgen; bovendien zou die overdracht hebben bijgedragen tot een steviger rating voor DMA. Meerdere leden van het directiecomité hebben aangegeven dat die mogelijkheid voordien bijna nooit als een geloofwaardige denkpiste naar voren werd geschoven. Tot het voorjaar van 2011 werd een mogelijke overdracht van DMA afgedaan als een "absurd idee", dat geenszins

une partie indissociable de la rentabilité de DCL et du groupe). D'une part, DMA était une source de revenus importante pour DCL; d'autre part, DMA participait à la perception du marché de la qualité de DCL.

Or, l'analyse dépassionnée de ce dossier présente des aspects intéressants. Depuis 2009-2010, une prise de conscience progressive de l'érosion de la solidité du modèle et de l'intérêt que représentait DMA pour la groupe s'est fait progressivement jour. À partir de cette époque, de plus en plus de banques ont commencé à faire des véhicules de *covered bonds* à l'instar de DMA, et la concurrence est devenue de plus en plus acharnée. DMA a commencé à se faire évincer du marché et a perdu une partie de sa capacité d'émission: le décalage du *spread* DMA par rapport à d'autres émetteurs de référence s'est amplifié. Par rapport au *Crédit Foncier de France* par exemple, il est passé de 10 bps à 20, puis 30, puis 50...

Mais le changement formel de perception quant à l'opportunité d'un adossement de DMA peut être daté à mars-avril 2011. Cette époque coïncide avec deux déclencheurs importants:

1. Un changement de méthodologie de S&P qui estimait qu'il existait un risque de contrepartie chez les contreparties de swap de DMA → S&P a finalement retardé la menace de dégradation mais elle est devenue perceptible à ce moment-là.

2. Un *credit watch* des agences de notation sur DCL, qui était susceptible d'impacter DMA par ricochet. En effet, les agences de notation fixent comme règle un nombre de *notches* maximal entre les sociétés-mères et leur véhicule d'origine de haute qualité comme DMA.

De fait, DMA pesait fortement sur la liquidité du groupe. Depuis l'abaissement de la notation, on avait assisté au relèvement des exigences de collatéralisation: en septembre, il fallait 117 % de collatéral pour 100 % d'émission. En plus, les agences de notation menaçaient la note de DMA à cause de la baisse de ratings des collectivités. À ce moment, la cession de DMA réduirait le besoin de liquidité de 12,5 milliards d'euros; augmenterait la capacité des contreparties à financer le groupe Dexia suite à la diminution de concentration de crédit, et améliorerait le Tier1 du groupe de 0,2 %.

paste in het plaatje (toch niet in dat van de managers en de aandeelhouders, die DMA en de inkomsten die het genereerde, beschouwden als een onlosmakelijk aspect van de rendabiliteit van DCL en de groep). Eensdeels was DMA een belangrijke bron van inkomsten voor DCL; anderdeels droeg DMA bij tot de perceptie die de markt had van de kwaliteit van DCL.

Een serene analyse van dit dossier brengt echter interessante aspecten aan het licht. Sinds 2009-2010 wordt men er zich geleidelijk aan van bewust dat het solide model afkalft en dat het belang van DMA voor de groep stilaan afneemt. Vanaf die periode begonnen steeds meer banken instrumenten met *covered bonds* te lanceren, naar het voorbeeld van DMA, en werd de concurrentie steeds harder. DMA liet zich geleidelijk wegdringen van de markt en verloor een deel van zijn emissiecapaciteit: de *spread* van DMA ten opzichte van andere referentie-emittenten nam almaar toe. Ten opzichte van het *Crédit Foncier de France* bijvoorbeeld steeg de *spread* van 10 basispunten naar 20, vervolgens naar 30, 50 enzovoort.

Maar de formele perceptiewijziging omtrent de wenselijkheid om DMA bij die structuur aansluiting te doen vinden, kan worden gedateerd op maart-april 2011. Die periode valt samen met twee belangrijke triggers:

1. Een verandering in de methodologie van S&P, dat er vanuit ging dat een tegenpartijrisico bestond bij de swaptegenpartijen DMA → S&P, heeft uiteindelijk dan wel geleid tot een uitstel van de dreiging dat de *rating* zou worden verlaagd, maar die dreiging werd op dat tijdstip wel duidelijk.

2. Een *credit watch* van de ratingbureaus ten aanzien van DCL kon indirect invloed hebben op DMA. De kredietbeoordelaars leggen immers als regel een maximaantal *notches* op tussen de moederondernemingen en hun hoogwaardige bronvectoren zoals DMA.

De facto woog DMA zwaar op de liquiditeit van de groep. Sinds de ratingverlaging kreeg men te maken met een verstrenging van de onderpandvereisten: in september was 117 % onderpand per 100 % uitgifte vereist. Daarnaast dreigden de ratingbureaus de rating van DMA te verlagen ingevolge de ratingdaling van de overheden. Op dat tijdstip zou de overdracht van DMA de behoefte aan liquide middelen met 12,5 miljard euro verlagen; die ingreep zou ook zorgen voor een vergroting van het vermogen van de tegenpartijen om de Dexia-groep te financieren na de vermindering van de kredietconcentratie, alsmede de Tier 1 van de groep verbeteren met 0,2 %.

2.4 Les autres cessions potentielles importantes

Mis à part DCL et ses entités, deux dossiers sensibles ont été mis sur la table pendant la période 2008-11. Nous les évoquons brièvement.

2.4.1 Dexia Insurance Services (dont Dexia Insurance Belgium)

On peut considérer que la prise en considération de la revente partielle (*joint venture* ou prise de participation) de l'activité d'assurances en Belgique, à travers la filiale opérationnelle DIS (dont DIB est le principal actif), représente une alternative aux tentatives avortées de cession de Crediop et Sabadell. Le dossier arrive sur la table du comité stratégique à la fin du mois de mai 2011. Le dossier mûrit et, en août, le management est mandaté pour proposer cette piste à la Commission européenne.

L'accueil est plus que mitigé, puisque non seulement Dexia ne peut prouver avoir mis tous les moyens en œuvre pour anticiper les éléments du plan en revendant Crediop et Sabadell, ce qui aurait allégé le bilan et les besoins de financement, mais de surcroît les dirigeants proposent la revente d'une entité perçue comme peu problématique de l'extérieur, et ne résolvant pratiquement aucunement les problèmes de liquidité du groupe. De l'intérieur, le management justifie le projet de cession par une législation Solvency II défavorable et un manque de taille critique alors que DIB a une part de marché de seulement 4 %. De l'extérieur, force est de constater que cette avancée est perçue comme un règlement de compte (DIB s'affranchit clairement de la politique de *deleveraging* en s'affichant comme acquéreur de positions obligataires, ce qui nuit à l'image globale que le groupe veut projeter) et/ou un désintérêt pour les activités d'assurance. Aussi bien la Commission européenne que l'État belge voient ce changement d'attitude comme un pied de nez, et l'on peut considérer que ce projet, maladroitement amené, a rompu les liens de manière définitive entre le management et l'ancrage belge du groupe.

2.4.2 DenizBank

Il faut mentionner la cession potentielle de DenizBank pour mémoire, car il s'agit véritablement d'un tabou pour le management et la présidence de Dexia: à aucun moment, jusqu'à ce qu'il faille se résoudre à un démantèlement ordonné du groupe, il n'est question de se séparer de ce qui est présenté comme le moteur opérationnel.⁷

⁷ Ce sujet est étudié plus en détail dans le chapitre 4 de la 5^e partie.

2.4 De andere belangrijke potentiële overdrachten

Afgezien van DCL en de entiteiten ervan kwamen twee gevoelige dossiers ter tafel in de periode 2008-2011. Hierna volgt een bondige bespreking.

2.4.1 Dexia Insurance Services (met inbegrip van Dexia Insurance Belgium)

Er mag vanuit worden gegaan dat de inoverweging-neming van de gedeeltelijke doorverkoop (*joint venture* of participatie) van de verzekeringsactiviteit in België via de operationele dochteronderneming DIS (met DIB als voornaamste activa) een alternatief vormt voor de mislukte pogingen om Crediop en Sabadell te verkopen. Het dossier belandt eind mei 2011 op de tafel van het strategisch comité. Het dossier rijpt, en in augustus krijgt het management het mandaat om dat denkspoor aan de Europese Commissie voor te stellen.

Een en ander wordt bijzonder lauw onthaald, aangezien Dexia niet alleen niet bij machte is te bewijzen dat ze alle middelen heeft ingezet om door de verkoop van Crediop en Sabadell op de aspecten van het plan te anticiperen, hetgeen de balans en de financieringsbehoeften had verlicht, maar ook omdat het management bovendien de doorverkoop voorstelt van een van buitenaf als weinig problematisch gepercipieerde entiteit die de liquiditeitsproblemen van de groep nauwelijks oplost. Van binnenuit verantwoordt het management de voorgenomen overdracht met een ongunstige Solvency II-wetgeving en met een gebrek aan kritische massa, daar DIB een markt-aandeel van slechts 4 % heeft. Men kan er niet omheen dat die vooruitgang van buitenaf wordt gezien als een afrekening (DIB wijkt duidelijk van het *deleveraging*-beleid af door obligatieposities in te nemen, wat indruist tegen het algemene beeld dat de groep wil uitdragen) en/of als onverschilligheid tegenover de verzekeringsactiviteiten. Zowel de Europese Commissie als de Belgische Staat voelen zich door die koerswijziging in hun hemd gezet; men kan stellen dat dit onhandig aangebrachte project de banden tussen het management en de Belgische poot van de groep definitief verbroken heeft.

2.4.2 DenizBank

De mogelijke verkoop van DenizBank moet in herinnering worden gebracht, aangezien het voor het management en het voorzitterschap van Dexia echt om een taboe ging: op geen enkel ogenblik – zolang niet tot een ordentelijke ontmanteling van de groep is besloten – kan er sprake van zijn afstand te doen van wat als de belangrijkste operationele motor wordt beschouwd.⁷

⁷ Op dat punt wordt nader ingegaan in Deel V, hoofdstuk 4.

S'il existe un large consensus au sein du conseil d'administration pour soutenir cette position, et si la Commission européenne s'est laissé convaincre de remplacer la cession de cette filiale par celles de Crediop et Sabadell dans le plan finalement approuvé, c'est au niveau de l'ancrage bancaire belge que les dommages collatéraux de ce choix seront les plus tangibles. On peut notamment imputer à cette préférence marquée pour le destin de DenizBank par rapport à celui de DBB une partie des problèmes relationnels entre Dexia SA et DBB, ce qui a culminé avec les démissions douloureuses de MM. Xavier De Walque et Stefaan Decraene.

2.5 Analyse

Il est remarquable de constater que, mis à part les éléments repris dans la section 2.2, aucune des cessions étudiées au cours de la période ne se sont produites jusqu'au démantèlement d'octobre 2011. Cela veut dire que Dexia a anticipé le plan de la Commission européenne, l'a poursuivi pour un certain nombre d'entités dont la cession ne s'avérait pas particulièrement sensible — ce qui est incontestablement à porter au crédit du management — mais n'a pas réussi à réaliser une opération d'envergure à partir du moment où la crise souveraine s'est déclenchée.

Le choix de la discrétion du tandem Mariani-Dehaene, qui a très peu eu recours à des banques d'affaires dûment mandatées pour trouver un acquéreur, et ce alors que dans le même temps la consultance en réorganisation interne de Bain & Co, a coûté plus de 80 millions d'euros à la société, s'est avéré contre-productif. Il n'est certes pas garanti que les cessions de Crediop et Sabadell eussent été couronnées de succès si un mandat plus clair avait été donné dès le début du processus, soit en 2009, à un courtier spécialisé dans ce processus. En outre, l'abandon des efforts de revente de Crediop et Sabadell, s'il est légitime au moment où il est acté (juin 2011), n'en est pas moins très mal présenté vis-à-vis du *case team* de la Commission européenne, étant donné que Dexia ne peut pas démontrer factuellement ses "*best efforts*" sur ces dossiers.

Il semble en outre que Crediop et Sabadell aient été largement considérés comme des dossiers joints; en tout cas c'est l'impression laissée à travers les divers documents. Or, il aurait été plus facile (mais aussi moins efficace) de revendre la participation dans Sabadell.

Il est par ailleurs dommage que l'on n'ait pas évoqué DMA plus tôt. Là aussi, le conseil stratégique d'un intervenant extérieur, capable de jeter un œil critique

Hoewel in de raad van bestuur brede overeenstemming over dat standpunt bestaat en de Europese Commissie zich ertoe heeft laten overhalen in het definitief goedgekeurde plan niet die dochteronderneming te verkopen, maar Crediop en Sabadell, zal die keuze nevenschade meebrengen, in de eerste plaats bij de Belgische bankpoot. Die uitgesproken voorkeur voor het vrijwaren van de toekomst van DenizBank in plaats van DBB verklaart meer bepaald deels de relationele problemen tussen Dexia NV en DBB, wat uiteindelijk geleid heeft tot de pijnlijke ontslagen van de heren Xavier de Walque en Stefaan Decraene.

2.5 Analyse

De elementen in afdeling 2.2 buiten beschouwing gelaten, is het opvallend dat geen enkele van de in die periode in overweging genomen verkoopscenariò's wordt uitgevoerd vóór de ontmanteling in oktober 2011. Dat betekent dat Dexia heeft ingespeeld op het plan van de Europese Commissie, het ook in de praktijk heeft gebracht voor bepaalde entiteiten waarvan de verkoop niet bijzonder hachelijk was — wat ontegensprekelijk de verdienste van het management is —, maar er niet in geslaagd is een grootschalige operatie op te zetten vanaf het ogenblik waarop de staatsschuldencrisis losbrak.

De keuze voor discretie van de tandem Mariani-Dehaene, die in hun zoektocht naar een overnemer amper met naar behoren gemandateerde zakenbanken hebben gewerkt (terwijl de onderneming in diezelfde periode 80 miljoen euro heeft betaald aan het consultancybedrijf Bain & Company voor onderzoek naar een interne reorganisatie), heeft een averechts effect gehad. Het staat allerminst vast dat de verkoop van Crediop en Sabadell met succes zou zijn afgerond als vanaf het begin van het hele proces, met andere woorden vanaf 2009, een duidelijker mandaat was gegeven aan een terzake gespecialiseerde makelaar. Het opgeven van de inspanningen om Crediop en Sabadell door te verkopen (die beslissing was heel terecht op het ogenblik dat die werd genomen, in juni 2011) werd evenwel heel slecht aangebracht bij het *case team* van de Europese Commissie, aangezien Dexia zijn "*best efforts*" in verband met deze dossiers niet met feiten kon staven.

Het blijkt daarenboven dat Crediop en Sabadell in het algemeen werden beschouwd als gekoppelde dossiers; dat is in elk geval de indruk die in de verschillende documenten wordt gegeven. Het ware echter makkelijker geweest (maar ook minder doeltreffend) om de participatie in Sabadell te verkopen.

Het is voorts jammer dat men DMA niet eerder ter sprake heeft gebracht. Ook daar werd misschien het strategisch advies gevraagd van een buitenstaander,

et détaché sur le dossier des reventes, a peut-être été sollicité — nous n'avons pas d'indication à cet égard — mais si tel a été le cas, il a alors failli à fournir une vision objective de la dégradation des conditions de financement de cette filiale de d'émission de *covered bonds*, et à démontrer les bienfaits que l'abandon de la responsabilité économique de cette entité, couplée à l'utilisation opérationnelle de ses capacités de financement, auraient été incontestablement bénéfiques et auraient contribué à réduire la fragilité de la filiale DCL.

Finalement, la saga DIB — DenizBank aura contribué à endommager les relations entre le groupe et DBB, ce qui s'est fortement ressenti en 2011. Même si les justifications données par le management au conseil d'administration peuvent sembler raisonnables, on peut s'interroger sur la prise en compte très imparfaite des aspects émotionnels et psychologiques associés à de tels dossiers, ce qui a *in fine* eu un impact loin d'être négligeable sur la manière dont le démantèlement définitif s'est déroulé.

3. Le regroupement

Dans une optique radicalement différente des cessions d'entités opérationnelles, le management et le conseil d'administration ont réfléchi avec une certaine intensité à revoir la structure du groupe dans le sens d'une meilleure efficacité juridique, fiscale et opérationnelle. En 2010, le régulateur de l'époque (la CBFA) est d'ailleurs favorable à une telle opération, qui viserait à doter la structure factière Dexia SA du statut bancaire, alors qu'elle ne dispose jusqu'alors que de celui de société financière. De plus, cela permettrait de concentrer l'intégralité du portefeuille *Legacy* dans une seule structure, ce qui permettrait une gestion plus intégrée et d'éviter ainsi des frictions.

Le sujet commence vraisemblablement à être examiné à la mi-2010 au niveau stratégique. À la fin 2010, le comité stratégique étudie deux options: le maintien de deux banques (scénario A), ou la fusion pure et simple de DBB avec DSA (scénario B). Cette dernière option est délicate, car DBB est perçue comme une banque belge et une fusion amènerait à renforcer le rôle systémique de l'institution, ce qui rendrait les exigences du contrôle prudentiel sur le groupe plus strict encore.

C'est en février 2011 que le management, dûment mandaté et avec l'aide d'une banque d'affaires, revient avec les deux scénarios évoqués précédemment

die in staat was om een kritische en ongebonden blik te werpen op het dossier van de doorverkoop (wij hebben daar geen aanwijzingen over); als dat al het geval was, dan is hij er niet in geslaagd een objectief beeld te brengen van de verslechterende financieringsomstandigheden van de dochteronderneming in verband met de uitgifte van *covered bonds*, en om aan te tonen dat het opgeven van de economische verantwoordelijkheid voor die entiteit, in combinatie met het operationele gebruik van de financieringsmogelijkheden ervan, ongetwijfeld voordelig zou zijn geweest en zou hebben bijgedragen tot een vermindering van de kwetsbaarheid van de dochteronderneming DCL.

Tot slot heeft de saga DIB/DenizBank bijgedragen tot slechtere betrekkingen tussen de groep en DBB, wat in 2011 sterk werd aangevoeld. Zelfs al komen de verantwoordingen van het management aan de raad van bestuur redelijk over, toch kan men zich vragen stellen bij het feit dat maar heel weinig rekening werd gehouden met de emotionele en psychologische aspecten van dergelijke dossiers, hetgeen *in fine* een heel grote weerslag heeft gehad op de manier waarop de uiteindelijke ontmanteling heeft plaatsgehad.

3. De hergroepering

In een radicaal andere visie op de overdracht van operationele entiteiten hebben het management en de raad van bestuur er in zekere mate aan gedacht de structuur van de groep bij te sturen in de richting van meer juridische, fiscale en operationele doeltreffendheid. In 2010 stond de toenmalige regulator (CBFA) ook gunstig tegenover een dergelijke operatie, die erop gericht was de overkoepelende structuur Dexia NV een bankstatus te geven, terwijl zij tot dan toe maar beschikte over die van financiële vennootschap. Bovendien zou het daardoor mogelijk zijn geweest de hele *legacy*portefeuille in één enkele structuur samen te brengen, waardoor men de zaken geïntegreerder kon beheren en aldus wijzigingen kon voorkomen.

Het onderwerp werd beleidsmatig vermoedelijk voor het eerst nagegaan medio 2010. Op het einde van dat jaar bestudeerde het beleidscomité twee keuzemogelijkheden: het behoud van twee banken (scenario A) of de regelrechte fusie van DBB met Dexia NV (scenario B). Die laatste optie is delicaat omdat DBB als een Belgische bank wordt aangezien en omdat een fusie een versterking van de systeemrol van de instelling met zich zou brengen, waardoor de eisen inzake het prudentieel toezicht op de groep nog strikter zouden worden.

In februari 2011 komt het management, daartoe terdege gemachtigd en met de hulp van een zakenbank, opnieuw met twee voordien te berde gebrachte

augmentés d'un troisième: la fusion pure et simple de DSA, DBB et DCL (scénario C). L'ensemble des pistes semble émotionnellement difficile à soutenir vis-à-vis de l'opinion: la piste de maintien de deux banques en Belgique (A) peut être mal perçue par les agences de notation, qui pourraient dégrader les entités du groupe, tandis que le scénario C reviendrait à importer une partie du portefeuille en *run-off* de DCL vers le groupe, ce qui serait très mal perçu en Belgique. Les membres belges (dont M. Jean-Luc Dehaene) du comité stratégique déconseillent formellement cette option, en dépit des arguments avancés par M. Pierre Mariani en faveur de ce scénario: il rappelle notamment qu'il y a du *run-off* en Belgique, et que les loger dans une structure faïtière permettrait d'accentuer la protection des dépôts des épargnants belges. Par contre, il concède que le scénario C rendrait l'élaboration d'un *living will* compliqué étant donné que le renforcement de l'intégration rendrait considérablement plus complexe un démantèlement ordonné.

Finalement, le projet est mis au frigo suite à cette divergence de vues. Le conseil d'administration du 23 février 2011 acte qu'il n'est pas souhaitable de modifier à ce moment la structure juridique du groupe afin de ne pas aggraver la perception d'une prise en charge, par la Belgique, des actifs essentiellement logés au sein de DCL et porter ainsi atteinte à la franchise commerciale DBB. Le comité stratégique se penchera encore sur le dossier au début du mois de mai, mais plus rien ne bougera, car l'urgence est ailleurs: il faut accélérer la mise en œuvre du plan de transformation et du *deleveraging*.

Ces velléités de simplification de structure du groupe ressemblent fortement au plan "DNA" proposé par M. Axel Miller en 2008. Cependant, elles arrivent à un mauvais moment puisqu'elles visent à renforcer l'unité du groupe alors même que la structure est en train de devenir instable.

On peut à cet égard saluer la pugnacité et la lucidité des membres belges du comité stratégique, qui ont compris à ce moment qu'il ne fallait pas renforcer l'imbrication des structures du groupe alors que les relations se tendaient entre DBB et DSA, que la presse et l'opinion publique belge devenaient de plus en plus hostiles à l'égard de Dexia SA (et non de DBB), et que par ailleurs l'évolution de la crise souveraine continuait de représenter non pas un danger immédiat (en février 2011), mais au moins une menace diffuse qui ne rendait pas à 100 % certain la survie du groupe dans son intégrité juridique et opérationnelle jusqu'à l'horizon du

scénario's en ook met een derde scenario op de proppen: de loutere fusie van DSA, DBB en DCL (scenario C). Het blijkt voor alle oplossingen emotioneel moeilijk ze te verdedigen ten aanzien van de publieke opinie. De oplossing van het behoud van twee banken in België (A) kan slecht vallen bij de ratingagentschappen, die de rating van de entiteiten van de groep zouden kunnen verlagen. Scenario C zou er dan weer op neerkomen een deel van de portefeuille als *run-off* over te hevelen van DCL naar de groep, wat in België zeer slecht zou worden onthaald. De Belgische leden van het strategisch comité (onder wie de heer Jean-Luc Dehaene) raden die optie formeel af, ondanks de argumenten van de heer Pierre Mariani ten voordele van dat scenario: hij herinnert er onder meer aan dat er in België *run-off* voorhanden is en dat het onderbrengen ervan onder een koepelstructuur de mogelijkheid zou bieden de deposito's van de Belgische spaarders beter te beschermen. Hij geeft daarentegen toe dat het scenario C de totstandkoming van een *living will* ingewikkeld zou maken omdat de versterking van de integratie een ordentelijke ontmanteling veel complexer zou maken.

Het project belandt ten slotte in de ijskast als gevolg van die uiteenlopende zienswijzen. De raad van bestuur van 23 februari 2011 neemt er akte van dat het niet wenselijk is op dat ogenblik de juridische structuur van de groep te wijzigen, om de perceptie van de tenlasteneming door België van de voornamelijk in DCL ondergebrachte activa niet te verergeren en op die manier afbreuk te doen aan de handelsfranchise DBB. Het strategisch comité zal zich begin mei nog over het dossier buigen, maar er zal niets meer veranderen omdat andere zaken dringender zijn: de toepassing van het omvormingsplan en van de *deleveraging* moet worden versneld.

Die schamele pogingen om de structuur van de groep te vereenvoudigen, lijken sterk op het DNA-plan dat de heer Axel Miller in 2008 heeft voorgesteld. Ze komen echter op een slecht moment omdat ze ertoe strekken de eenheid van de groep te versterken op een tijdstip waarop de structuur instabiel aan het worden is.

Men mag in dat opzicht de strijd lust en de scherpzinnigheid van de Belgische leden van het strategisch comité toejuichen. Zij hebben toen immers begrepen dat men de onderlinge verbondenheid van de structuren van de groep niet moest versterken, omdat de spanningen tussen DBB en DSA toenamen, de pers en de Belgische publieke opinie almaar vijandiger werden ten aanzien van Dexia NV (en niet van DBB) en de evolutie van de staatsschuldencrisis weliswaar niet langer een onmiddellijk gevaar inhield (in februari 2011) maar op zijn minst een vage bedreiging waardoor het overleven van de groep in zijn juridische en operationele integriteit

plan de *deleveraging*, soit en 2014. Rétrospectivement, le fait de doter Dexia SA de la licence bancaire lui aurait permis d'opérer pour compte propre des activités de financement et de crédit, et aurait pu rendre le sauvetage conjoint de DSA et DBB en octobre 2011 plus ardu pour les États (principalement belge), avec une probabilité de nationalisation pure et simple qui aurait été plus importante.

tot aan de afronding van het *deleveraging*plan, dat wil zeggen tot 2014, niet voor 100 % vaststond. Achteraf bekeken zou het verlenen van een banklicentie aan Dexia NV die instelling de mogelijkheid hebben geboden voor eigen rekening financierings- en kredietactiviteiten te verrichten. Dat zou echter ook de gezamenlijke redding van DSA en DBB in oktober 2011 hebben bemoeilijkt voor de Staten (voornamelijk België), waardoor de waarschijnlijkheid van een loutere nationalisatie veel groter zou zijn geweest.

CHAPITRE 3

Options tactiques

Complémentaire au précédent, ce chapitre est dédié à l'examen des options tactiques qui sont rentrées en ligne de compte, ou qui auraient pu l'être, depuis le sauvetage d'octobre 2008. Le point commun à ces possibilités est qu'elles devaient contribuer à renforcer la viabilité du groupe au-delà des grandes options stratégiques poursuivies, ou étudiées par ailleurs.

La stratégie du groupe est reprise dans le plan de transformation engagé en 2009 à travers trois piliers, dont le premier consiste à "rééquilibrer la situation financière du groupe", le deuxième vise à "renforcer les activités "cœur" et rééquilibrer le mix d'activités du groupe", et le troisième est destiné à "réduire la base de coûts et rétablir la rentabilité".

L'analyse menée dans ce chapitre n'est pas celle du plan stratégique en lui-même, mais celle des variations qui ont été apportées afin de répondre de manière plus ou moins dynamique et appropriée à l'évolution de l'environnement interne et externe à Dexia. On y distingue les pistes de l'accélération de la vente du portefeuille (le "*deleveraging*"), les différentes formes de transferts et l'accroissement des sources de liquidités. La plupart de ces thèmes étant développés par ailleurs (notamment dans la 5^e partie), leur traitement sera ici orienté sur l'analyse d'opportunité des décisions prises ou éventuellement différées.

1. L'accélération du *deleveraging*

Le *deleveraging* est un véritable cheval de bataille dans la gestion du groupe depuis l'arrivée aux commandes du tandem Mariani-Dehaene. Il hérite, à la fin 2008, d'un bilan d'une taille gigantesque: 651 milliards d'euros, en croissance de 13 % par an depuis 2003, ce qui fait de Dexia une institution à risque systémique majeur pour la Belgique. Très rapidement, la stratégie à mettre en œuvre est arrêtée: il s'agit de profiter de la recapitalisation du groupe et de la contribution des entités opérationnelles (surtout DBB et DenizBank) pour constituer un tampon de fonds propres confortable afin de conserver la confiance des marchés financiers, et de réduire la taille du bilan à marche forcée en épongeant les pertes nécessaires à cette diminution drastique du périmètre du groupe grâce à ce tampon ainsi créé.

HOOFDSTUK 3

Tactische keuzes

Als aanvulling op het vorige hoofdstuk is dit hoofdstuk gewijd aan het onderzoek van de tactische keuzes die in aanmerking zijn gekomen of hadden kunnen komen, sinds de redding van oktober 2008. Gemeenschappelijk in die mogelijkheden is dat ze moesten bijdragen tot de versterking van de levensvatbaarheid van de groep, bovenop de grote strategische keuzes die werden bepaald of verder onderzocht.

De strategie van de groep is opgenomen in het hervormingsplan waarmee werd begonnen in 2009 en dat berust op drie pijlers: de financiële situatie van de groep rechtekken; de kernactiviteiten van de groep versterken en de activiteitenmix van de groep weer in evenwicht brengen; de kostenstructuur versmallen en de rendabiliteit herstellen".

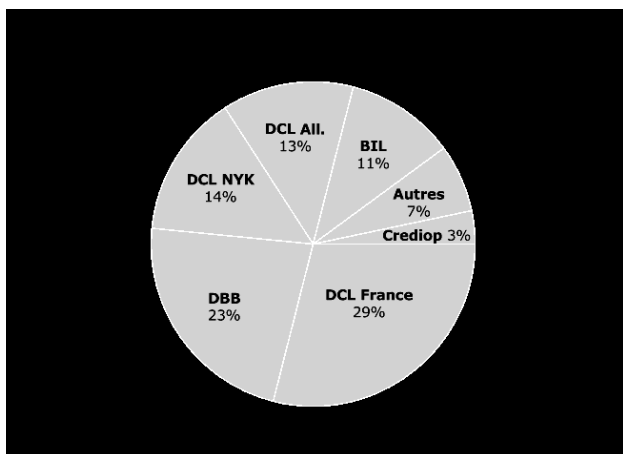
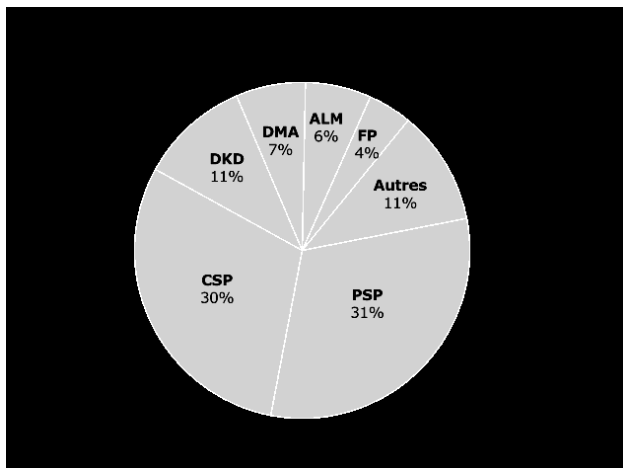
De analyse in dit hoofdstuk is niet die van het strategisch plan zelf, maar die van de veranderingen die werden aangebracht om min of meer dynamisch en gepast in te spelen op de evolutie van de context binnen en buiten Dexia. Er wordt ingegaan op de versnelde verkoop van de portefeuille (*deleveraging*), de verschillende vormen van overdrachten en de uitbreiding van de liquiditeitsbronnen. Aangezien de meeste van die thema's elders zijn ontwikkeld (met name in deel 5), zal hier specifiek de opportuniteit van de genomen of eventueel uitgestelde beslissingen worden onderzocht.

1. Versnelde *deleveraging*

Deleveraging is echt een stokpaardje in het beheer van de groep sinds de controle in handen komt van de tandem Mariani-Dehaene. Zij erven eind 2008 een balans van gigantische omvang: 651 miljard euro, met een groei van 13 % per jaar sinds 2003, wat van Dexia een instelling maakt met voor België een aanzienlijk systeemrisico. Al snel wordt de uit te voeren strategie stopgezet: het gaat erom gebruik te maken van de herkapitalisatie van de groep en van de bijdrage van de operationele entiteiten (vooral DBB en DenizBank) om een comfortabele buffer te vormen aan eigen kapitaal, teneinde het vertrouwen van de financiële markten te behouden en de balansomvang in geforceerd tempo te doen afnemen door de verliezen als gevolg van die drastische inkrimping van de perimeter van de groep weg te werken dankzij de aldus gecreëerde buffer.

1.1 Le plan initial et sa mise en œuvre

Le portefeuille *Legacy* au 31 décembre 2008 représente 30 % du total du bilan (environ 191 milliards d'euros). Il se présente de manière très éclatée, comme le montrent les graphiques suivants:



Structure du portefeuille *Legacy* par entité (à droite) et par périmètre (à gauche) au 31/12/2008.

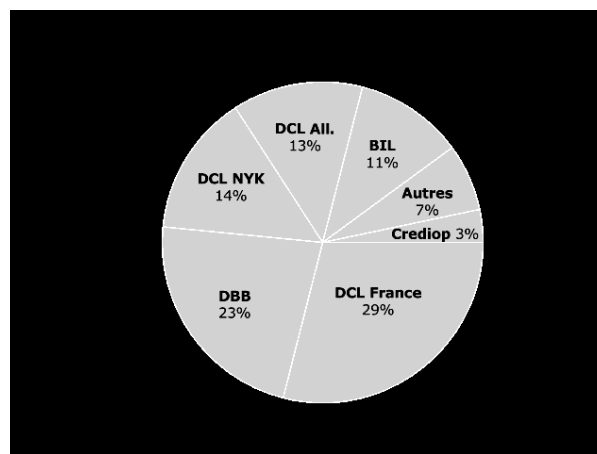
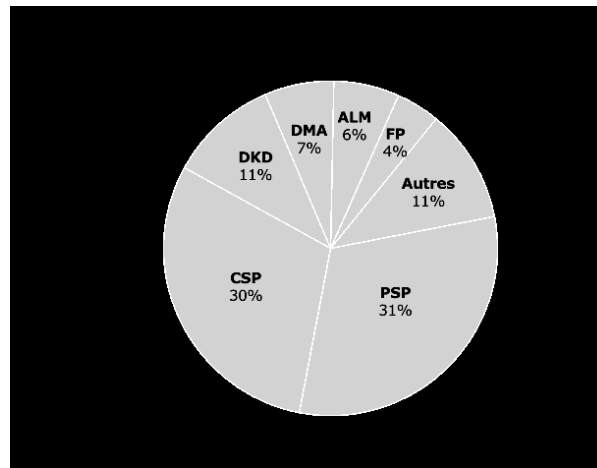
Source: M. P. Mariani, présentation devant la commission spéciale "Dexia", 7 novembre 2011.

Il y a 158 milliards d'euros d'obligations, 21 milliards d'euros de prêts et le portefeuille de *Financial Products*, considéré à part, se monte à 12 milliards d'euros.

La constitution de ce portefeuille a, d'après le diagnostic opéré par MM. Pierre Mariani et Jean-Luc Dehaene à leur arrivée, été réalisée de manière anarchique et par trop décentralisée. Les principales entités comportant un tel portefeuille sont DBB et DCL (entre 20 et 30 %), mais il est clair que c'est en-dessous de DCL que l'on retrouve la majeure partie de l'exposition (> 60 %), ce qui correspond à l'héritage de la stratégie de croissance appliquée précédemment.

1.1 Het initiële plan en de uitvoering ervan

De *Legacy*-portefeuille vertegenwoordigt per 31 december 2008 30 % van het balanstotaal (ongeveer 191 miljard euro). Hij is heel gefragmenteerd, zoals blijkt uit de volgende figuren:



Structuur van de *Legacy*-portefeuille per entiteit (rechts) en per perimeter (links) op 31 december 2008.

Bron: de heer P. Mariani, presentatie voor de bijzondere "Dexia"-commissie, 7 november 2011.

Er is 158 miljard euro aan obligaties en 21 miljard euro aan leningen, en de afzonderlijk beschouwde *Financial Products*-portefeuille bedraagt 12 miljard euro.

Die portefeuille is volgens de diagnose die de heren Pierre Mariani en Jean-Luc Dehaene bij hun aantreden stellen, op wanordelijke en te gedecentraliseerde wijze samengesteld. De belangrijkste entiteiten met een dergelijke portefeuille zijn DBB en DCL (tussen 20 en 30 %), maar het is duidelijk dat de grootste blootstelling (> 60 %) wordt gevonden onder DCL, wat overeenstemt met de erfenis van de voordien toegepaste groeiestrategie.

Le top management prend le problème à bras-le-corps immédiatement. Il procède à la cessation du *trading* pour compte propre (début 2009), effectue la centralisation du suivi des portefeuilles financiers sous la responsabilité unique d'un membre du comité de direction, supprime toutes les salles de marché jugées superflues, et confie la responsabilité des activités de revente du portefeuille à une seule entité (Dexia Ireland) en dressant un système de délégation très strict du processus de revente, afin de conjuguer au mieux la flexibilité (saisir les opportunités), la vitesse et la limitation des pertes.

Le processus est entrepris prioritairement et les résultats ne se font pas attendre: sur 2009, on assiste à la réduction du portefeuille obligataire en *run-off* à 134 milliards d'euros (-24 milliards d'euros) et à celle du total des autres actifs *run-off* de 4 milliards d'euros, pour une variation totale de 191 à 162 milliards d'euros fin 2009, soit une réduction de 15 % sur un an.

Par la suite, en février 2010, les objectifs sont traduits dans le plan approuvé par la Commission européenne (voir chapitre suivant). Initialement, la Commission européenne voulait imposer à Dexia une réduction de 45 % de la taille du bilan en 2014 par rapport à 2008, ce contre quoi la direction du groupe s'était insurgée, car elle considérait qu'il y avait une différence entre la situation de Dexia et celle de banques comme *Commerzbank* ou *ING*, à qui la Commission européenne avait imposé une cure similaire. Finalement, le plan approuvé fixera l'effort à 35 %, le bilan devant se réduire de 651 milliards d'euros à 427 milliards d'euros en 2014.

Dexia a dû faire face à deux défis inédits vu le caractère exceptionnel de l'effort:

1. la motivation de l'équipe. Comment encourager les gestionnaires à procéder à de telles opérations efficacement?

2. l'expertise de la vente, pour ne pas se faire arbitrer sur le marché et apparaître comme "vendeur structurel".

Au début, on a surtout mis l'accent sur le papier à problème: les ABS/MBS et le papier bancaire, qui était perçu comme le plus sensible. On a peu réduit le papier souverain, qui était considéré comme la classe d'actif la moins risquée.

Het topmanagement pakt het probleem onmiddellijk bij de kern aan. Het gaat over tot de stopzetting van de *trading* voor eigen rekening (begin 2009), voert de centralisatie door van de opvolging van de financiële portefeuilles onder de uitsluitende verantwoordelijkheid van een lid van het directiecomité, schaft alle overbodig geachte marktzalen af en maakt één enkele entiteit (Dexia Ireland) verantwoordelijk voor de activiteiten in verband met de doorverkoop van de portefeuille, door een heel strikte bevoegdheidsdelegatieregeling voor dat proces op te stellen teneinde flexibiliteit (kansen grijpen), snelheid en verliesbeperking zo goed mogelijk te combineren.

Het proces krijgt prioriteit en de resultaten laten niet op zich wachten: over 2009 vermindert de obligatieportefeuille in *run-off* tot 134 miljard euro (- 24 miljard euro) en die van alle andere activa in *run-off* met 4 miljard euro, op een totale variatie van 191 tot 162 miljard euro eind 2009, dat wil zeggen een vermindering met 15 % over één jaar.

Vervolgens — in februari 2010 — zijn de doelstellingen terug te vinden in het door de Europese Commissie goedgekeurde plan (zie het volgende hoofdstuk). Aanvankelijk wilde de Europese Commissie Dexia ten opzichte van 2008 een vermindering opleggen van 45 % van het balanstotaal tegen 2014; daartegen heeft de directie van de groep hevig geprotesteerd, omdat zij van mening was dat er een verschil was tussen de situatie van Dexia en die van banken zoals de *Commerzbank* of *ING*, waaraan de Europese Commissie een soortgelijke kuur had opgelegd. In het uiteindelijk goedgekeurde plan wordt de inspanning vastgesteld op 35 %, waarbij de balans moest worden verminderd van 651 miljard euro naar 427 miljard euro in 2014.

Gelet op de uitzonderlijke aard van de inspanning heeft Dexia het hoofd moeten bieden aan twee ongeziene uitdagingen:

1. het team motiveren. Hoe kon men de beheerders ertoe aanzetten doeltreffend tot dergelijke operaties over te gaan?

2. de verkoop deskundig afronden om op de markt niet aan arbitrage te worden onderworpen, en evenmin over te komen als "structurele verkoper".

Aanvankelijk werd de nadruk vooral op het probleem-papier gelegd: de ABS/MBS en het bankpapier, dat als het meest gevoelig werd beschouwd. Er werd weinig aan afbouw van staatschuldenspapier gedaan, omdat dat werd beschouwd als de minst risicovolle categorie van activa.

On a tenté initialement de faire des appels d'offres aux banques d'investissement, mais elles proposaient un *pricing* et un engagement nettement insuffisants. Par conséquent, Dexia a travaillé sur toutes les fenêtres et les classes d'actifs avec une équipe spécialisée dans les différentes classes d'actifs du portefeuille. Le succès a été phénoménal: on pensait atteindre un montant de 5 milliards d'euros en 2009, on a atteint 19 milliards d'euros.

DSA a pu suivre un rythme soutenu, en vendant entre 500 millions d'euros et 1 milliard d'euros par mois de manière opportuniste, sans paraître un "*distressed seller*". Le fait que l'équipe soit essentiellement anglophone (Irlande) a aidé sur ce type de marché.

1.2 L'option de l'accélération du deleveraging

En avance sur le marché, MM. Pierre Mariani et Alexandre Joly ont poussé à un *deleveraging* très rapide et appuyé alors que les fonctions support (trésorerie, ALM et activités d'assurance) prévoyaient plutôt une stabilisation ou une amélioration du marché. Lors du comité stratégique de juin 2010, ils présentent cette analyse aux membres: on assiste à une détérioration des finances publiques et de la situation financière des États, ce qui induit de nouveaux risques, et pousse vers une accélération du *deleveraging*. S'ensuit un échange de vues sur quatre sujets stratégiques: (i) le rythme du *deleveraging* de la *legacy portfolio division*, compte tenu de la détérioration; (ii) la mise en oeuvre de la cession des filiales imposée par la Commission européenne; (iii) comment réduire les coûts de production et améliorer le *cost/income ratio*; (iv) quelle position adopter par rapport au développement de DSA en Turquie. Il est décidé d'augmenter immédiatement le *deleveraging* de 2 milliards d'euros par rapport au plan initial (-17 milliards d'euros au lieu de -15 milliards d'euros), et de provisionner des ventes supplémentaires pour 5 milliards d'euros en 2011.

Le même type d'analyse est conduit en février 2011, car le groupe constate une dégradation de son accès à la liquidité, malgré l'image globalement positive que semblent renvoyer à Dexia les marchés financiers. Au début du mois de mai, le comité stratégique constate que l'accélération prévue du processus irait à l'encontre des contraintes européennes en matière de ratios de financement stable.

Le management tente alors de convaincre le comité stratégique d'accélérer encore le processus. Le constat est le suivant: il faut céder au minimum 75 milliards d'euros d'ici 2014, dont 57 milliards provenant des portefeuilles de Credipol et Sabadell. Sur le portefeuille de

In het begin werd ook gepoogd een beroep te doen op biedingen van de investeringsbanken, maar die stelden een duidelijk te lage *pricing* en engagement voor. Dexia heeft bijgevolg alle opportuniteiten en categorieën van activa bespeeld, met een team dat in de verschillende activacategorieën van de portefeuille was gespecialiseerd. Het succes was fenomenaal: men dacht een bedrag van 5 miljard euro te halen in 2009, maar realiseerde 19 miljard euro.

DNV kon een krachtig tempo aan, door opportunistisch tussen 500 miljoen en 1 miljard euro per maand te verkopen, zonder over te komen als "*distressed seller*". Het feit dat het team vooral Engelstalig was (Ierland), is op dat soort markt een steun geweest.

1.2 De keuze voor versnelde deleveraging

Vooruitlopend op de markt, hebben de heren Pierre Mariani en Alexandre Joly aangezet tot heel snelle en strakke *deleveraging*, terwijl de support-functies (thesaurie, ALM en verzekeringsactiviteiten) veeleer een stabilisatie of verbetering van de markt voorzagen. Die analyse wordt op het strategisch comité van juni 2010 aan de leden voorgesteld: de overheidsfinanciën en de financiële situatie van de landen verslechteren, wat tot nieuwe risico's leidt en aanzet tot versnelde *deleveraging*. Daarop volgt een uitwisseling van standpunten over vier strategische onderwerpen: (i) het tempo van de *deleveraging* van de *Legacy Portfolio Division*, gelet op de verslechtering, (ii) de uitvoering van de door de Europese Commissie opgelegde afstoting van dochterondernemingen, (iii) hoe de productiekosten verlagen en de *cost/income-ratio* verbeteren, (iv) welke positie innemen ten opzichte van de ontwikkeling van DNV in Turkije. Er wordt beslist om de *deleveraging* onmiddellijk met 2 miljard euro ten opzichte van het oorspronkelijke plan (-17 miljard euro in plaats van -15 miljard euro) te vergroten en te voorzien in bijkomende verkopen in 2011 voor een bedrag van 5 miljard euro.

Hetzelfde soort analyse wordt gemaakt in februari 2011, want de groep stelt een verslechtering in de toegang tot liquiditeiten vast, ondanks het over het algemeen positieve beeld dat op de financiële markten over Dexia lijkt te leven. Begin mei stelt het strategisch comité vast dat de geplande versnelling van het proces zou indruisen tegen de Europese beperkingen inzake stabiele financieringsratio's.

Het management probeert dan het strategisch comité ervan te overtuigen het proces nog meer te versnellen. De vaststelling is de volgende: er moet tegen 2014 op zijn minst voor 75 miljard worden vervreemd, waarvan 57 miljard afkomstig moet zijn uit de portefeuilles van

bonds de 170 milliards d'euros, on peut céder 91 milliards d'euros dont 55 milliards d'euros contribueraient aux contraintes de la Commission européenne, mais difficile pour le marché de l'absorber. Ces 55 milliards d'euros proviennent des différentes entités (DCL, DBB, DBL). Pour les *Financial Products* (9,5 milliards d'euros), la priorité est donnée aux plus risqués (6,6 milliards d'euros, bénéficiant des garanties d'états composés de RMBS). Or, la valeur des RMBS s'est améliorée et présente un moindre risque de perte. Dès lors, M. Pierre Mariani recommande de procéder à la cession rapide des FP garantis à cause de (i) la dégradation de l'environnement de DSA (crise souveraine etc.), (ii) la pression sur le marché des financements à long terme, (iii) la pression des agences de notation, (iv) les incertitudes sur l'évolution du marché immobilier américain, et (v) la difficulté de céder Crediop.

Il préconise une méthode d'accélération en trois étapes:

- (1) cession rapide des FP garantis;
- (2) cession accélérée d'actifs d'échéance supérieure à 2014 pour 18 milliards d'euros en plus du budget;
- (3) la recherche d'un partenariat pour les activités d'assurance avec réduction d'actifs (une fois déconsolidés) de 20 milliards d'euros et la réduction des FP.

Les points (1) et (2) induisent des pertes (2,7 milliards d'euros) mais, au-delà des avantages immédiats, présentent un impact à moyen terme significatif: +1,7 milliard d'euros en 2012 et complétion plus rapide du programme de *deleveraging*.

Ces arguments n'auront pas de succès immédiat, et se heurteront à l'hésitation des membres du comité stratégique (voir Partie 5). La décision formelle d'autoriser la vente des FP garantis ne sera prise qu'à une seconde session du comité, le 26 mai 2011. Le conseil d'administration acceptera le lendemain d'acter une provision de 1,8 milliard d'euros pour la vente des FP. Ce programme se poursuivra durant les mois de juin à août avec succès, sans opposition formelle d'*Assured Guaranty* (car les FP sont mis en gage à leur profit), ni de la BNB, ni des États garants du portefeuille, même si la vente en bloc initialement prévue en mai n'aura pas pu avoir lieu suite à l'échec d'une opération similaire initiée par la *Federal Reserve* dans l'intervalle, et avec la réserve que la Belgique exige une pénalité de sortie anticipée des garanties (50 millions). Les principaux blocs sont cependant bien vendus, comme le montrent les principaux postes:

Crediop en Sabadell. Op de obligatieportefeuille van 170 miljard euro kan men 91 miljard euro verkopen, waarvan 55 miljard euro zou tegemoet komen aan de door de Europese Unie opgelegde restricties, die echter moeilijk door de markt kunnen worden opgeslorpt. Die 55 miljard euro komen van de verschillende entiteiten (DCL, DBB, DBL). Voor de *Financial Products* (9,5 miljard euro) wordt voorrang gegeven aan de meest risicovolle (6,6 miljard, met staatswaarborgen uit RMBS). De RMBS-waarde is echter verbeterd en geeft minder kans op verlies. Derhalve beveelt de heer Pierre Mariani de snelle vervreemding aan van de gewaarborgde FP, wegens (i) de verslechtering van de DNV-omgeving (staatsschuldencrisis enzovoort), (ii) de druk op de markt van de langetermijnfinanciering, (iii) de druk van de ratingagentschappen, (iv) de onzekerheid over de evolutie van de Amerikaanse vastgoedmarkt, en (v) de moeilijkheid om Crediop te verkopen.

Hij pleit voor een versnelde methode in drie stappen:

- (1) snelle verkoop van de gegarandeerde FP;
- (2) versnelde overdracht van na 2014 op vervalddag komende activa voor 18 miljard euro méér dan begroot;
- (3) zoektocht naar een partnerschap voor de verzekeringsactiviteiten met vermindering van de activa (na deconsolidatie) ten bedrage van 20 miljard euro en de vermindering van de FP.

De punten (1) en (2) brengen verliezen (2,7 miljard euro) met zich, maar vertonen bovenop de directe voordelen een significante impact op de middellange termijn: + 1,7 miljard euro in 2012 en versnelde voltooiing van het *deleveraging*-programma.

Die argumenten hebben geen onmiddellijk succes en zullen stuiten op de terughoudendheid van de leden van het strategisch comité (zie Deel 5). De formele toestemming tot de verkoop van de gewaarborgde FP zal pas worden gegeven op een tweede zitting van het comité, op 26 mei 2011. De raad van bestuur zal de volgende dag instemmen met een provisie van 1,8 miljard euro voor de verkoop van de FP. Dat programma wordt in juni en augustus met succes voortgezet, zonder formeel bezwaar van *Assured Guaranty* (want de FP werden in hun voordeel in pand gegeven), noch van de NBB of de Staten die garant staan voor de portefeuille, zelfs al zal de oorspronkelijk voor mei geplande verkoop in zijn geheel niet door kunnen gaan als gevolg van de mislukking van een soortgelijke operatie van de *Federal Reserve* in de tussentijd, en met het voorbehoud dat België een boete eist voor de vervroegde uittreding uit de waarborgen (50 miljoen). De belangrijkste gehelen worden echter vlot verkocht, zoals blijkt uit de belangrijkste posten:

— bloc de 983 millions d'euros cédés à 82 % (prix de réserve 83,5 % fixé par *Blackrock*);

— bloc de 155 millions CLO cédés à 95 % (prix de réserve 97 %);

— bloc de 1 086 millions FP cédés à 43 % (prix de réserve 42,88 %);

— reste 6,4 milliards USD dont 5,4 milliards de *sub-prime* à céder.

Au total, cette cession réduit le besoin de financement du groupe de 7 milliards USD, et amène une réduction des RWA de 300 x 8 % de la valeur des titres. Au 7 juillet, outre les FP, Dexia est parvenu à vendre environ pour 15 milliards d'euros d'actifs, et il ne reste plus que 3,9 milliards USD à céder, dont plus de 80 % peuvent l'être à la fin du mois; les équipes de Dublin se mobilisent pour écouler les titres, et ne se consacrent quasiment qu'à cette tâche durant l'été.

Il est mentionné au conseil d'administration qu'en acceptant une perte supplémentaire de 1 milliard d'euros sur 2011, on pourrait céder entre 15 et 18 milliards d'euros supplémentaires. Malgré le manque de réaction à cette proposition dans le compte-rendu, on comprend que cette possibilité n'a pas été utilisée: notamment, la revente des obligations souveraines à problème ne sera pas accélérée durant cette période, bien au contraire (voir Partie 5).

En septembre, il est devenu trop tard pour engager d'autres mesures à la fois importantes et efficaces pour faire face à la crise par le *deleveraging* d'actifs financiers; le groupe se tournera prioritairement vers des actifs opérationnels, en tentant de les renforcer avec des ventes encore plus massives d'obligations. Mais il faut se rendre à l'évidence: le marché est devenu vendeur. Dexia a par ailleurs stoppé net toute nouvelle production, notamment en PWB.

L'ensemble des efforts d'accélération a abouti à ce que le portefeuille *Legacy* diminue de 41 % sur 2,5 ans, soit un taux de décroissance annuel de 19 %. Le cheminement est résumé dans le tableau suivant:

— geheel van 983 miljoen euro tegen 82 % (reserveprijs van 83,5 % vastgesteld door *Blackrock*);

— geheel van 155 miljoen CLO tegen 95 % (reserveprijs 97 %);

— geheel van 1 086 miljoen FP tegen 43 % (reserveprijs 42,88 %);

— restant van 6,4 miljard USD, waarvan 5,4 miljard te verkopen *subprime*.

In totaal reduceert die overdracht de financieringsbehoefte van de groep met 7 miljard USD en leidt ze tot een vermindering van de naar risico gewogen activa (RWA) met 300 x 8 % van de waarde van de aandelen. Op 7 juli is Dexia erin geslaagd om, bovenop de FP, voor ongeveer 15 miljard USD aan activa te verkopen; er moet dus nog slechts voor 3,9 miljard USD worden verkocht, waarvan 80 % kan wachten tot het einde van de maand. De teams in Dublin steken een tandje bij om effecten van de hand te doen en houden zich gedurende de zomer nagenoeg alleen daarmee bezig.

In de raad van bestuur wordt geopperd dat als men voor 2011 een bijkomend verlies van 1 miljard euro toestaat, het mogelijk wordt voor 15 à 18 miljard euro bijkomend te verkopen. Ondanks het feit dat in de notulen geen gewag wordt gemaakt van enige reactie op dat voorstel, valt te begrijpen waarom het niet in de praktijk werd gebracht: met name de doorverkoop van probleemstaatsobligaties zal gedurende die periode niet worden versneld, wel integendeel (zie deel V).

In september is het te laat om nog andere, zowel drastische als doeltreffende maatregelen te nemen ter beteugeling van de crisis via de *deleveraging* van financiële activa. De groep zal zich dan prioritaair richten op operationele activa, waarbij hij zal pogen die te consolideren door nog massaler obligaties te verkopen. Men moet echter de realiteit onder ogen zien: op de markt is er een algemene tendens om obligaties te verkopen. Bovendien heeft Dexia een abrupt einde gemaakt aan alle nieuwe productie, met name in de PWB-sector.

Alle inspanningen om het proces te versnellen, hebben ertoe geleid dat de *Legacy*-portefeuille over 2,5 jaar met 41 % afneemt, wat neerkomt op een afname met 19 % per jaar. Onderstaande tabel geeft die tendens schematisch weer:

Eur Md/ Miljard euro		2010/1	2010/2	2010/3	2010/4	2011/1	2011/2	
	Bilan / Balans	588	609 (1)	599	567	527	518	
Legacy Portfolio Management Division (LPMO)	Portefeuille en run off	128.1	125.2	114.2	111.7	102.1	95.3	
	Portefeuille Financial Products	11	11.9	10.4	10.3	9.5	2.8 (4)	
	PWB run off commitments (loans & US liquidity lines)	40.2	39.6	33.3	31.5	26.6	22.2	
	Besoin de financement CT							
	Financieringsbehoefte SC	166	144	121	119	104	96	
	Financement M/LT (cumulé)							
	Financiering M/LT (gecumuleerd)	31	38	41.6	44.5	8.7	17.7	
(1) augmentation due à l'impact de la fair value								
(1) verhoging als gevolg van de fair value								
(2) incluant les 6.6 milliards (94 %) d'actifs garantis de FP cédés au 31 juillet 2011								
(2) inclusief de 6,6 miljard (94 %) gegarandeerde activa van op 31 juli 2011 verkochte FP								

Évolution trimestrielle du deleveraging entre 2010 et juin 2011. Source: FSMA.

1.3 Analyse

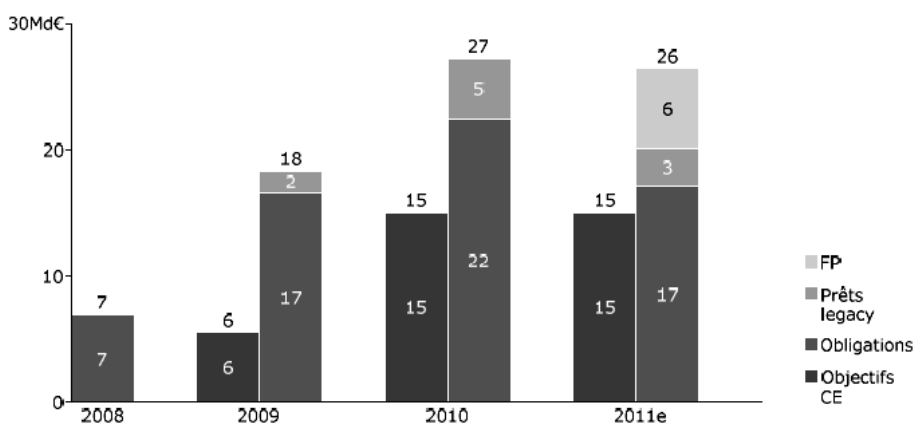
Contre l'avis de nombreux acteurs (Commission européenne, responsables opérationnels, membres du conseil d'administration), le management a systématiquement tenté d'anticiper les développements des marchés financiers, et a fait preuve à cet égard d'une grande lucidité et d'une certaine prescience. Le graphique suivant illustre cette constatation:

Driemaandelijkse evolutie van de deleveraging tussen 2010 en juni 2011. Bron: FSMA.

1.3 Analyse

Tegen het advies van tal van actoren in (Europese Commissie, operationele beheerders, leden van de raad van bestuur) heeft het management systematisch geprobeerd te anticiperen op de ontwikkelingen op de financiële markten. Het legde daarbij een grote scherpzinnigheid en een zekere vooruitzichtigheid aan de dag. Onderstaande grafiek illustreert een en ander:

Total des cessions d'actifs du portefeuille legacy (Md€, 2008-2011e)



Évolution comparée des montants cibles et réels de deleveraging du portefeuille Legacy. Source: M. P. Mariani, présentation devant la commission spéciale "Dexia", 20 janvier 2012.

Vergelijkende evolutie van de streefbedragen en de reële bedragen van de deleveraging van de Legacy-portefeuille (Bron: de heer P. Mariani, presentatie voor de bijzondere commissie "Dexia", 20 januari 2012).

Les éléments sur lesquels le processus de réduction de bilan n'a pas été aussi réussi sont liés au portefeuille souverain. Il n'a pas fait l'objet d'une attention particulière au début du processus, ce qui est compréhensible (voir l'analyse faite par ailleurs), mais il est par contre plus étonnant que Dexia n'ait pas considérablement accéléré le processus au cours de l'été 2011. Un élément en particulier appuie cette thèse: dans le commentaire accompagnant son communiqué du 7 juillet 2011, S&P indique qu'elle conserve une perspective négative parce que Dexia est sensible à l'extension de la crise souveraine de la Grèce à d'autres pays de la zone euro (Portugal: 5,9 milliards d'euros, Espagne: 33,9 milliards d'euros, Italie: 50,5 milliards d'euros). On peut lire textuellement: *"A material deterioration of the creditworthiness in any of these countries could have negative implications for Dexia's ratings"*.

Malgré cette menace parfaitement transparente, le conseil de Dexia n'a pas fortement insisté pour accélérer la vente des FP, au point que la BNB s'étonnera à la fin du mois d'août du fait que la vente d'obligations souveraines est carrément en retard sur le plan.

L'explication que l'on peut inférer de la non-décision est liée aux pertes, sans doute jugées trop importantes pour ce moment précis, que le groupe devrait supporter en plus de celles des FP.¹

Malheureusement, cette inertie aura des conséquences très importantes à la fin du mois de septembre, car Moody's et S&P auront certainement peu apprécié cet immobilisme alors même que ces mêmes agences avaient insisté sur le caractère sensible de ce risque pour Dexia. Etant donné que le management a proposé cette revente accélérée, il semble qu'à ce moment les freins ont plutôt été ressentis du côté des actionnaires que de celui de la direction générale du groupe.

2. Les transferts

Les transferts de ressources de financement sont inscrits dans l'ADN du groupe depuis sa création, en 1996. La problématique est en principe simple: la base de dépôts stables de DBB doit servir à irriguer les

¹ D'après les entretiens avec le management de DSA, la responsabilité en incombe principalement aux filiales bancaire et d'assurances en Belgique (DBB et DIB). Le maintien des obligations plus longtemps en portefeuille leur aurait en effet permis de réaliser des gains de portage important, tandis que DCL obéissait docilement aux principes édictés par le management. Cette interprétation montre là aussi, comme à divers autres endroits du rapport, l'ampleur du fossé entre le groupe et la banque et la crispation qu'il y a eu durant l'été de part et d'autre.

De balansafbouw liep dan weer minder goed af wat de staatschuldenportefeuille betreft. In het begin van het proces werd daar niet specifiek aandacht aan besteed, wat begrijpelijk is (zie de elders gemaakte analyse), maar verwonderlijker is nog dat Dexia de afbouw van die portefeuille niet fors heeft versneld gedurende de zomer van 2011. Eén element in het bijzonder staft die vaststelling: in de commentaar bij zijn perscommuniqué van 7 juli 2011 geeft S&P aan dat het een negatieve outlook handhaaft, omdat Dexia zeer vatbaar is voor een uitbreiding van de staatsschuldencrisis van Griekenland tot andere landen uit de eurozone (Portugal, ten belope van 5,9 miljard euro; Spanje, ten belope van 33,9 miljard euro; Italië, ten belope van 50,5 miljard euro). Texto staat er te lezen dat *"[a] material deterioration of the creditworthiness in any of these countries could have negative implications for Dexia's ratings"*.

Ondanks die nochtans volstrekt duidelijke dreiging heeft de raad van Dexia er niet sterk op aangedrongen de verkoop van de FP te versnellen, wat eind augustus zelfs verwondering heeft gewekt bij de NBB omdat de verkoop van staatsobligaties enorme vertraging had opgelopen.

Het feit dat op dit vlak werd getalmd met een beslissing, kan wellicht worden toegeschreven aan de verliezen die in dat specifieke tijdsgewricht kennelijk te zwaar werden bevonden en die de groep nog bovenop de aan de FP gelieerde verliezen moest torsen¹.

Jammer genoeg heeft die inertie eind september zeer zware gevolgen, want Moody's en S&P hebben die houding duidelijk niet kunnen appreciëren omdat zij er precies voor hadden gewaarschuwd hoe groot dat risico voor Dexia wel was. Aangezien het management die versnelde verkoop heeft voorgesteld, lijkt het erop dat toen vooral de aandeelhouders op de rem zijn gaan staan, veeleer dan de algemene directie van de groep.

2. De transfers

De transfers van financieringsbronnen is min of meer inherent aan de groep, van bij de oprichting ervan in 1996. Het principe van deze problematische techniek is eenvoudig: de stabiele depositobasis van DBB wordt

¹ Uit de gesprekken met het management van DNV komt naar voren dat de verantwoordelijkheid daarvoor hoofdzakelijk bij de bank- en verzekeringsdochteren in België ligt (DBB en DIB). Door die obligaties zo lang mogelijk in portefeuille te houden, zouden zij immers een groot portagevoordeel kunnen hebben doen, terwijl DCL de door het management gegeven instructies trouw uitvoerde. Die lezing van de gebeurtenissen toont in casu, zoals op vele andere plaatsen in het verslag, aan hoezeer de groep en de bank uit elkaar waren gegroeid en hoe gespannen tijdens die zomer de relaties tussen beide waren.

besoins de financement induits par les engagements à long terme du groupe, principalement les prêts à la collectivité. DCL ne disposant pas d'un réseau d'agences, son mode de financement principal est l'émission de *covered bonds*, obligations collatéralisées, mais dont les possibilités sont liées aux vicissitudes des marchés obligataires et au *spread* obtenu par le véhicule d'émission à haut rating *Dexia Municipal Agency*.

2.1 Les transferts de trésorerie

Il ne faut pas confondre les purs transferts de financement d'origine belge vers les filiales logées au sein de DCL et les flux provenant naturellement de l'activité de DBB en tant que centre de trésorerie du groupe.

2.1.1 Les transferts liés au centre de trésorerie

En principe, le partage des rôles entre les différentes entités principales du groupe a été établi en 2008 de manière claire:

— DBB devient le centre de compétence pour le repo et les banques centrales & supras (26 milliards d'euros en 2008). Un centre de compétences pour la gestion de liquidité et de taux < 2 ans en euros est également identifié et centralisé à Bruxelles. L'activité repo est centralisée à Bruxelles – DBB travaille comme "*service center*". DBB attire de l'argent via le marché repo avec du collateral de DCL et fait une transaction intragroupe.

— DBL devient le centre de compétence pour les fiduciaires (13,5 milliards d'euros en 2008).

— DCL, à travers sa filiale DCL New York, est chargée du financement en USD. De même, d'autres centres de compétences ont été mis sur pied pour GBP (DBB UK), USD-CAD-MXN (DCL NY), JPY (DCL Tokyo) et CHF-SGD-AUD (DBL Lux/Singapour).

Cela permet également une économie substantielle de coûts en ce qui concerne le *Back Office*, *Risk*, IT mais aussi le *Front Office*. Certaines activités, comme par exemple l'activité repo, n'étaient pas développées dans toutes les entités pour des raisons liées à la technologie informatique vu les investissements substantiels.

Un suivi est centralisé mais certaines activités restent locales. Par exemple la France est un marché où le *Commercial Paper* (CP) & *Certificate of Deposit* (CD)

gebruikt voor de leniging van de uit de langetermijnverbintenissen van de groep voortvloeiende financieringsbehoeften, voornamelijk met het oog op leningen aan de overheden. Aangezien DCL geen kantorennetwerk heeft, financiert het zich vooral via de uitgifte van *covered bonds*, gecollateraliseerde obligaties waarvan het wel en wee echter afhangt van de wispelturigheid op de obligatiemarkten en van de *spread* die werd verkregen door het emissievehikel *Dexia Municipal Agency*, dat een hoge rating geniet.

2.1 De thesaurietransfers

Het is zaak de loutere financieringstransfers door de Belgische Bank naar de DCL-filialen niet te verwarren met de transfers die als vanzelfsprekend voortvloeien uit de activiteiten van DBB als thesauriecentrum van de groep.

2.1.1 De transfers die te maken hebben met het thesauriecentrum

In principe was de taakverdeling tussen de verschillende hoofdentiteiten van de groep duidelijk uitgetekend in 2008.

— DBB wordt het competentiecentrum voor de repo-activiteiten en de *Central Banks & supras* (26 miljard euro in 2008). Nog in Brussel wordt een competentiecentrum gevestigd en gecentraliseerd voor het beheer van de liquiditeit en van de rentevoeten op minder dan twee jaar in euro. De repo-activiteit is gecentraliseerd in Brussel, waarbij DBB als *service center* fungeert. DBB trekt geld aan via de repomarkt, met onderpand van DCL, en voert vervolgens een transactie binnen de groep uit.

— DBL wordt het kenniscentrum voor de trustmaatschappijen (13,5 miljard euro in 2008).

— DCL is, via haar dochteronderneming DCL New York, belast met de financiering in USD. Tevens worden nog meer kenniscentra opgericht voor GBP (DBB UK), USD-CAD-MXN (DCL NY), JPY (DCL Tokyo) en CHF-SGD-AUD (DBL Lux/Singapore).

Zulks impliceert dat tevens fors kan worden bespaard op de kosten inzake *Back Office*, *Risk*, IT en *front office*. Sommige activiteiten, bijvoorbeeld de repo-overeenkomsten, werden niet in alle entiteiten uitgebouwd om IT-redenen en omdat aanzienlijke investeringen vereist zijn.

De opvolging wordt centraal geregeld, maar bepaalde activiteiten blijven lokaal verankerd. Op de Franse markt bijvoorbeeld is de *Commercial Paper* (CP) & *Certificate*

en euro est bien développé, c'est DCL Paris qui est le point d'accès pour ce marché pour le groupe Dexia.

Parce que le contact avec la banque centrale locale est très important, pour le *tender* de la BCE, toutes les entités participent directement via leurs banques centrales. Même Sabadell à Berlin, qui a une activité de trésorerie limitée.

Les principales sources de *funding* court terme étaient en 2008, au moment de la crise:

<i>unsecured</i> interbancaire:	66 milliards d'euros
<i>unsecured</i> CP/CD:	54 milliards d'euros
<i>unsecured</i> fiduciaires:	13 milliards d'euros
<i>unsecured</i> banques centrales & supras:	26 milliards d'euros
repo:	50 milliards d'euros
ECB:	55 milliards d'euros

À la clôture des comptes annuels 2008, le montant du financement court terme est de 236 milliards d'euros, soit 36 % du total du bilan. Une grosse partie d'*unsecured* avait une maturité de moins de 3 mois.

Avant septembre 2008 (le débâcle de Lehman), il y avait beaucoup de volume car jusque-là le marché *unsecured* était très important. Même des institutions comme la Banque des règlements internationaux (BRI) ou la Banque mondiale apportaient des montants substantiels jusqu'à 2 ans (3 à 4 milliards d'euros). Le groupe disposait d'un excès de liquidité venant dans les entités; on les a remis dans le marché repo (*secured*) pour réaliser un *spread* (marge) et pour conserver les clients qui apportent de l'*unsecured*. Dexia n'avait aucun problème pour se financer jusque 2 ans (le court terme pour Dexia) étant donné le *rating* AA. Mais il faut mentionner que la plupart de l'*unsecured* était dans le *bucket* 1-3 mois. Début octobre 2008, l'encours *funding* court terme (*secured* + *unsecured*) était de l'ordre de 265 milliards d'euros.

En octobre 2008, Dexia a très vite perdu la liquidité *unsecured*, c'est-à-dire les fiduciaires, banques centrales, CP/CD et l'interbancaire. Le groupe a perdu en moins de 3 mois plus de 65 % d'*unsecured*. Pour DCL (Paris/NY), le CP/CD était une source de *funding* importante. Du coup, Dexia groupe (via DBB) a récupéré tout le cash des repo prêteurs (aussi une activité à très court terme).

of *Deposit* (CD)-handel in euro behoorlijk uitgebouwd; DCL Parijs verschaft de Dexia groep toegang tot die markt.

Door de tendertransacties van de ECB is een degelijk contact met de lokale centrale bank van groot belang, en daarom participeren alle entiteiten direct via hun eigen centrale bank (zelfs Sabadell in Berlijn, met zijn beperkte thesaurieactiviteit).

In 2008, ten tijde van de crisis, was de kortetermijn-financiering voornamelijk afkomstig van:

onbeveiligde interbankenfinanciering:	66 miljards euro
onbeveiligde CP/CD:	54 miljards euro
onbeveiligde trustmaatschappijen:	13 miljards euro
onbeveiligde centrale banken en overkoepelende instellingen:	26 miljards euro
repo-overeenkomsten:	50 miljards euro
ECB:	55 miljards euro

Bij het sluiten van de jaarrekeningen in 2008 bedroeg de kortetermijnfinanciering 236 miljard euro (36 % van het balanstotaal). Een groot deel van de onbeveiligde middelen had een looptijd van minder dan drie maanden.

Vóór september 2008 (het Lehman-debacle) werd een hoog volume gemeten; de onbeveiligde markt scheerde tot op dat moment immers hoge toppen. Zelfs instellingen als de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) of de Wereldbank leverden heel wat middelen met een looptijd tot 2 jaar aan (3 tot 4 miljard euro). De groep beschikte over een overvloed aan liquiditeit die naar de entiteiten vloeide; ze werden opnieuw in de markt van de repo-overeenkomsten (*secured*) gebracht om een *spread* (marge) te creëren en om de klanten te behouden die onbeveiligde middelen aanleverden. Op grond van zijn AA-rating had Dexia niet het minste probleem zich te financieren met gebruikmaking van looptijden tot 2 jaar (korte termijn voor Dexia). Op te merken valt echter dat de meeste onbeveiligde middelen een looptijd van 1 tot 3 maanden hadden. Begin oktober 2008 liep het uitstaande bedrag op korte termijn (beveiligd én onbeveiligd) op tot ongeveer 265 miljard euro.

In oktober 2008 verloor Dexia bijzonder snel de toegang tot onbeveiligde liquide middelen, met name de trustmaatschappijen, de centrale banken, CP/CD en de interbancaire markt. In minder dan drie maanden tijd viel meer dan 65 % van de onbeveiligde middelen weg. Voor DCL (Parijs/New York) was de CP/CD-markt een belangrijke financieringsbron. Meteen recupereerde Dexia groep (via DBB) ook alle cash van de repo-kredietnemers (eveneens een bedrijvigheid op zeer korte termijn).

Lorsque la nouvelle équipe de gestion est arrivée et a décidé de centraliser la trésorerie principale, la situation était donc structurellement déséquilibrée, puisque les seuls moyens de financement de DCL étaient liés aux émissions obligataires via les *covered bonds*, et au papier de court terme non sécurisé. Ce dernier segment étant moribond et la position concurrentielle de Dexia sur ce segment se dégradant, il fallait recourir aux ressources obtenues par DBB au nom du groupe.

De manière générale, le financement intragroupe structurel de DBB vers l'ensemble des entités du groupe (dont la majeure partie vers DCL), c'est-à-dire celui qui était motivé par le fait que le groupe devait financer ses engagements antérieurs à 2008, se situe entre 15 et 20 milliards d'euros. On se situe aux limites de ce que le comité d'audit de DBB a proposé au conseil d'administration et qui a été approuvé le 12 novembre 2010: "la limite maximale absolue d'exposition de crédit intragroupe de Dexia Banque consolidé vis-à-vis de toutes les entités Dexia est fixée à 20 milliards d'euros, dont un maximum de 15 milliards d'euros vis-à-vis du groupe Dexia Crédit Local consolidé (applicable à toutes les formes de crédit, en particulier mais pas exclusivement dans le domaine du *Cash & Liquidity Management*)." Ces montants doivent être mis en relation avec l'actif net de DBB, qui oscille entre 31 et 40 milliards d'euros entre 2010 et 2011.

Il s'agit bien entendu de flux extrêmement élevés, que DCL et les autres filiales ne peuvent remplacer par leurs seules opérations de financement. En d'autres termes, le groupe est totalement intriqué au moment du sauvetage de 2008, et la décision de ce moment-là de ne pas le démanteler implique que le seul moyen réaliste de découpler les entités est de procéder au plan de transformation en (a) réduisant la taille du portefeuille de produits financiers et/ou (b) en cédant certaines entités opérationnelles, donc en se débarrassant de leur bilan et de leur besoin de financement. Le point (a) concerne le portefeuille *Legacy* au premier chef, tandis que le point (b) est principalement lié à DCL et certaines de ces filiales. Les scénarios présentés en novembre 2010 aux administrateurs de DBB montrent d'ailleurs qu'à l'horizon 2014, le cas de base amène à une disparition totale du financement intragroupe, tandis que le scénario stressé (dans l'hypothèse où le groupe ne parviendrait plus à renouveler son financement à long terme aux niveaux actuels) amènerait encore un besoin de financement à court terme global de 15 milliards d'euros, dont une partie importante pourrait être assuré par les autres filiales.

Toen het nieuwe beheersteam aantrad en besliste de belangrijkste thesaurie te centraliseren, was dus sprake van een structureel onevenwicht, aangezien de enige financieringsbronnen van DCL gelinkt waren aan de obligatie-emissies via de *covered bonds*, alsook aan het niet-beveiligde kortetermijnpapier. Aangezien dit laatste marktsegment aan het afkalven was en de concurrentiepositie van Dexia er steeds meer aan het wankelen ging, moest een beroep worden gedaan op de middelen die in naam van de groep via DBB werden verkregen.

Algemeen financierde DBB alle entiteiten van de groep structureel voor een bedrag gaande van 15 tot 20 miljard euro. Daarbij vloeide het grootste deel van de middelen naar DCL en meer bepaald betrof die financiering de middelen die vereist waren doordat de groep zijn verbintenissen van vóór 2008 moest nakomen. Dit zijn de limietbedragen die het auditcomité van DBB naar voren had geschoven in de raad van bestuur en die op 12 november 2010 werden goedgekeurd: "*la limite maximale absolue d'exposition de crédit intragroupe de Dexia Banque consolidé vis-à-vis de toutes les entités Dexia est fixée à EUR 20 milliards, dont un maximum d'EUR 15 milliards vis-à-vis du groupe Dexia Crédit Local consolidé (applicable à toutes les formes de crédit, en particulier mais pas exclusivement dans le domaine du Cash & Liquidity Management).*". Die bedragen moeten worden afgezet tegen het nettoactief van DBB, dat in de periode 2010-2011 schommelt tussen 31 en 40 miljard euro.

Uiteraard zijn dit forse geldstromen die DCL en de andere dochterondernemingen niet kunnen compenseren aan de hand van hun financieringsoperaties alleen. Dat betekent dat de entiteiten van de groep onderling volledig verstrengeld waren op het moment van de redding in 2008; de beslissing die indertijd werd genomen om de groep niet te ontmantelen, impliceert dat de enige realistische mogelijkheid om de entiteiten uit elkaar te halen, erin bestond het transformatieplan ten uitvoer te leggen, door (a) de omvang van de portefeuille van de financiële producten in te perken en/of (b) bepaalde operationele entiteiten af te stoten, en dus hun balans en hun financieringsbehoeften te lozen. Punt (a) heeft voornamelijk betrekking op de *Legacy*-portefeuille, terwijl punt (b) bovenal betrekking heeft op DCL en bepaalde dochterondernemingen ervan. Uit de in november 2010 aan de bestuurders van DBB voorgelegde scenario's blijkt trouwens dat, in geval het basisscenario werd gehanteerd, de financiering tussen de groepsentiteiten onderling tegen 2014 volledig zou wegvallen; in geval van het "stres-scenario" (waarin de groep er niet langer in zou slagen zijn langetermijnfinanciering voor de huidige bedragen te verlengen) zou er nog een financieringsbehoefte op korte termijn van in totaal 15 miljard euro zijn, waarvan een groot deel door de andere dochterondernemingen zou kunnen worden ingevuld.

Malheureusement pour le groupe, la dégradation de la crise souveraine et l'extrême sensibilité du groupe par rapport à l'évolution de la situation amènera à ce que ces principes ne soient pas respectés.

2.1.2 Les transferts compensatoires

L'évolution de la situation sur les marchés financiers à partir de la mi-2010 jusqu'au premier trimestre 2011 est favorable pour Dexia. Le conseil d'administration de DBB en septembre acte ainsi: "Le financement à court terme représente désormais seulement 25 % du total de bilan. Depuis juin 2010, Dexia a décidé de ne plus émettre de nouveaux financements relevant de la garantie des États, soit quatre mois plus tôt que prévu dans le plan initial. Le financement de Dexia auprès de la Banque centrale européenne a été ramené à un niveau inférieur à celui d'avant la crise. Le financement à court terme du groupe Dexia se fait dorénavant à des conditions de marché bancaires normales."

En mars 2011, les responsables opérationnels des opérations de trésorerie étaient persuadés que le pire était derrière le groupe. L'encours auprès des banques centrales était tombé jusqu'à 16,8 milliards d'euros (>< 122 milliards d'euros en décembre 2008) et le *funding* court terme était de +/- 100 milliards d'euros (>< 265 milliards d'euros en octobre 2008). La situation semblait si favorable que la direction avait pour objectif de réduire l'encours BCE à zéro avant la fin de l'année. La CBFA, qui a mis en place un ratio de liquidité réglementaire depuis le 1^{er} janvier, informe le groupe et la banque que ce ratio est respecté au début du mois de mars.

Mais l'accélération de la crise de la dette souveraine a complètement changé la situation. La première alerte s'est produite le 28 mars 2011 avec la mise sous surveillance négative par Moody's, au terme d'un processus qui a vu l'agence de notation menacer Dexia de sanctions beaucoup plus sérieuses.

Ensuite, il y a eu au printemps 2011 deux éléments concomitants mais indépendants:

1. Le changement des règles de diversification des maturités chez les fonds monétaires US (principal véhicule de placement à court terme aux États-Unis, beaucoup plus que les comptes d'épargne) en avril-mai 2011, qui a impacté toutes les banques européennes (d'après plusieurs intervenants avec peut-être un aspect intentionnel de la part des institutions US);

Jammer genoeg voor de groep zal de verslechtering van de staatsschuldencrisis en de sterke gevoeligheid van de groep voor de evolutie van de toestand ertoe leiden dat die beginselen niet in acht worden genomen.

2.1.2 De compenserende overdrachten

Vanaf medio 2010 tot het eerste trimester van 2011 evolueerde de situatie op de financiële markten in het voordeel van Dexia. In september 2010 laat de raad van bestuur van DBB het volgende optekenen: "*Le financement à court terme représente désormais seulement 25 % du total de bilan. Depuis juin 2010, Dexia a décidé de ne plus émettre de nouveaux financements relevant de la garantie des États, soit quatre mois plus tôt que prévu dans le plan initial. Le financement de Dexia auprès de la Banque centrale européenne a été ramené à un niveau inférieur à celui d'avant la crise. Le financement à court terme du groupe Dexia se fait dorénavant à des conditions de marché bancaires normales.*"

In maart 2011 waren de operationele leidinggevenden van de thesaurievoorlichtingen ervan overtuigd dat het ergste voor de groep achter de rug was. Het bij de centrale banken uitstaande bedrag was teruggevallen tot 16,8 miljard euro (>< 122 miljard euro in december 2008), en de kortetermijnfinanciering bedroeg ongeveer 100 miljard euro (>< 265 miljard euro in oktober 2008). De situatie leek dermate gunstig dat de directie zich tot doel had gesteld het bij de ECB uitstaande bedrag volledig af te bouwen vóór het einde van het jaar. De CBFA, die sinds 1 januari 2011 een reglementaire liquiditeitsratio had ingesteld, deelde de groep en DBB mee dat die ratio begin maart in acht werd genomen.

De staatsschuldencrisis kwam echter in een stroomversnelling en dat heeft alles veranderd. Het eerste alarmsignaal kwam er op 28 maart 2011, toen Dexia door Moody's onder negatieve *outlook* werd geplaatst. Voordien had de kredietbeoordelaar ermee gedreigd nóg strengere maatregelen ten aanzien van Dexia te nemen.

Vervolgens deden zich in de lente van 2011 gelijktijdig — maar los van elkaar — twee feiten voor:

1. In april-mei 2011 werden de diversificatieregels inzake de looptijden bij de monetaire fondsen in de VS gewijzigd (die monetaire fondsen zijn het belangrijkste beleggingsinstrument op korte termijn in de Verenigde Staten en overstijgen op dat vlak de spaarrekeningen). Alle Europese banken hebben de weerslag van die wijziging gevoeld (volgens verschillende sprekers wellicht werd een en ander met opzet op de sporen gebracht door de instellingen in de VS);

2. La mise sous surveillance de la note à court terme par S&P le 23 mai 2011. Les jours suivants, Dexia a perdu 6 milliards d'euros de liquidités.

Le lendemain du communiqué de S&P, le suivi de liquidité de Dexia vis-à-vis de la BNB montre encore une situation correcte: le *ratio* d'écart journalier est stable: réserves (éligibles)/gap = 421 %. L'écart à 1 mois est stable également: gap = 54,2 milliards d'euros, réserves éligibles 65,6 milliards d'euros (ratio: 121 %), ratio "stress *Downgrade+*" est à 88 % contre 90 % 1 mois plus tôt. Il manque 8,8 milliards d'euros pour atteindre 100 %.

Le groupe a par ailleurs anticipé, durant le mois de mai, le possible assèchement des possibilités de financement à court terme sur le marché américain. En effet, suite à la menace de S&P de dégrader Dexia et à l'appel effectué sur la base du projet de communiqué, le groupe avait simulé l'impact — possible — d'une dégradation de sa note de A1 à A2 par l'agence de notation. À cause du changement de politique des fonds monétaires et des contraintes de liquidité imposées par la SEC, Dexia estimait la réduction de son financement en USD de l'ordre de 70 à 80 %, soit un quasi assèchement. Dès lors, le groupe est entré dans des swaps de devise euros/USD afin de couvrir le risque de financement en dollars et s'est donc arrangé pour détenir un excès de liquidités en dollars, quitte à augmenter le financement en euros. Le 24 mai, Dexia dispose d'un tampon de liquidités de 34,5 milliards USD à un jour et 11,4 milliards à un mois grâce à cette diversion.

Par conséquent, étant donné que c'est DBB qui finance cet excédent de trésorerie et que c'est DCL New York qui les consomme (en les mettant en réserve), l'exposition brute de liquidités vers DCL augmente drastiquement. Il est de 38,4 milliards le 18 mai, soit avant l'annonce de Standard & Poor's.

Les conséquences du communiqué sont telles qu'attendues et redoutées: entre le 24 et le 27 mai, le tampon de liquidités passera de 34,5 milliards à 8,8 milliards. De très nombreux investisseurs institutionnels américains ont soit décidé de ne pas renouveler leur financement, soit l'ont carrément interrompu en vertu de l'exercice de leur option de vente (*put*) sur des certificats de dépôt (CD). Les expositions intragroupe ont donc largement augmenté parce que DCL New York a perdu son financement non-sécurisé en USD (*commercial paper* ou certificat de dépôt) qui était placé chez Dexia Banque et réemprunté à DCL. À ce moment, il n'y avait plus

2. Op 23 mei 2011 plaatste S&P de kortetermijnrating onder toezicht. In de dagen die daarop volgden, verloor Dexia 6 miljard euro aan liquiditeiten.

De dag na de bekendmaking door S&P blijkt uit de opvolging van de liquiditeitsratio van Dexia ten aanzien van de NBB dat de toestand nog in balans is; de *spread-ratio* op dagbasis is stabiel: (in aanmerking komende reserves/gap= 421 %. Ook de *spread* op 1 maand is stabiel: gap = 54,2 miljard euro, in aanmerking komende reserves 65,6 miljard euro (ratio van 121 %), de "stress *Downgrade +*"-ratio ligt op 88 %, ten opzichte van 90 % 1 maand voordien. Er is 8,8 miljard euro te weinig om 100 % te halen.

Bovendien heeft de groep in mei geanticipeerd op het gevaar voor een opdroging van de mogelijkheden inzake kortetermijnfinanciering op de Amerikaanse markt. De groep had immers, als gevolg van de dreiging van S&P de rating van Dexia te verlagen en van de op grond van het ontwerpcommuniqué gelanceerde oproep, de — mogelijke — weerslag gesimuleerd van een verlaging van zijn rating van A1 naar A2 door het ratingagentschap. Door de wijziging in het muntfondsenbeleid en de door het ESER opgelegde liquiditeitseisen, heeft Dexia de verlaging van zijn financiering in USD geraamd op 70 à 80 %, wat nagenoeg neerkomt op een opdroging. De groep is dan ook toegetreden tot deviezenswaps euro/USD om het financieringsrisico in dollar te dekken. Hij heeft er dus voor gezorgd dat hij over een liquiditeitsoverschot in dollar kon beschikken, desnoods door de financiering in euro te verhogen. Dankzij dat manoeuvre beschikt Dexia op 24 mei over een liquiditeitsbuffer van 34,5 miljard USD op één dag en 11,5 miljard USD op één maand.

Doordat DBB dat thesaurieoverschot financiert en DCL New York het gebruikt (door het in de reserve op te nemen) stijgt derhalve de bruto-liquiditeitsblootstelling ten aanzien van DCL drastisch. Op 18 mei, dus vóór de aankondiging van Standard & Poor's, bedraagt ze 38,4 miljard.

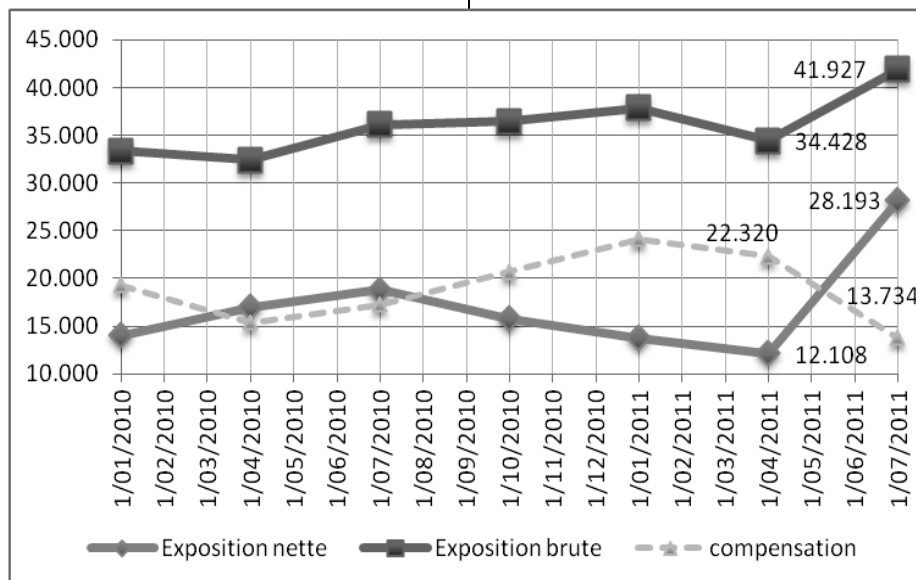
De gevolgen van het communiqué zijn zoals verwacht en gevreesd: tussen 24 en 27 mei daalt de liquiditeitsbuffer van 34,5 naar 8 miljard. Tal van Amerikaanse institutionele beleggers hebben beslist ofwel hun financiering niet te hernieuwen, ofwel ze gewoonweg te onderbreken krachtens de uitoefening van hun verkoopoptie (*put*) op depositobewijzen. De blootstellingen binnen de groep zijn dus fors toegenomen omdat DCL New York zijn niet-beveiligde financiering in USD is kwijtgespeeld (*commercial paper* of depositobewijs) die belegd was bij Dexia Bank en opnieuw werd geleend aan DCL. Op dat ogenblik was er geen alternatief meer voor een

d'alternative à une prise de relais de ce financement par DBB au lieu de recevoir des dépôts.

L'évolution temporelle du financement intragroupe brut et net de DBB vers DCL et les autres entités du groupe au cours de la période allant jusqu'à fin juin 2011 est reprise dans le graphique suivant:

overname van die financiering door DBB in plaats van deposito's te krijgen.

De onderstaande grafiek geeft de evolutie in de tijd weer van de bruto en netto intra-groep financiering van DBB naar DCL en de andere entiteiten van de groep tot eind juni 2011:

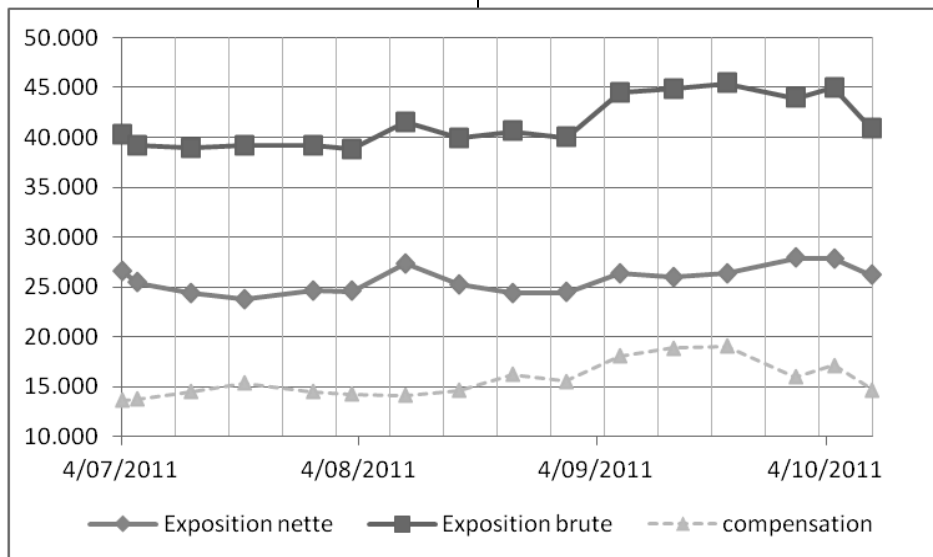


Évolution trimestrielle du financement intragroupe brut et net entre DBB et les autres entités 2010 – 6/2011.
Source: Dexia SA

Par la suite, la situation ne s'améliorera jamais, bien au contraire. Les annonces faites par Moody's et S&P au début du mois de juillet sont moins sévères que Dexia ne le redoutait, mais les décisions européennes prises le 21 juillet aboutiront inéluctablement à l'aggravation de la crise souveraine et à la panique généralisée sur les marchés. Loin de se réduire, comme espéré au moment du remplacement du financement en USD de DCL par du financement en euro par DBB, les transferts se renforceront au point que, dès la fin du mois de juillet, les parties prenantes (État belge, BNB, Dexia) prépareront activement un plan de cession et/ou de démantèlement ordonné du groupe. L'évolution hebdomadaire des flux au cours de cette période de crise aiguë est reprise ci-dessous:

Driemaandelijksse evolutie van de bruto en netto intra-groep financiering van DBB naar DCL en de andere entiteiten 2010-6/2011. Bron: Dexia NV

Nadien zal de toestand nooit meer verbeteren, integendeel. De aankondigingen van Moody's en S&P begin juli zijn minder streng dan Dexia had gevreesd, maar de Europese beslissingen van 21 juli zullen onvermijdelijk leiden tot de verergering van de soevereine crisis en tot algemene paniek op de markten. In plaats van af te nemen, zoals men bij de vervanging van de financiering in USD van DCL door de financiering in euro door DBB had gehoopt, zijn de transfers toegenomen, in de mate dat de betrokken partijen (Belgische Staat, NBB, Dexia) reeds vanaf eind juli actief een plan zullen voorbereiden voor de overdracht en/of de ordentelijke ontmanteling van de groep. De wekelijkse evolutie van de geldstromen tijdens die crisisperiode wordt hieronder weergegeven:



Évolution hebdomadaire du financement intragroupe brut et net entre DBB et les autres entités 7/2011 – 10/2011. Source: Dexia SA

2.1.3 Les conséquences réglementaires

La situation dans laquelle Dexia est arrivé à la fin mai alors devenue préoccupante, car Dexia est en passe de ne plus satisfaire aux ratios réglementaires. Dès la constatation faite par le comité de direction de DBB du dépassement des limites prévues, la BNB en est avertie. Il y a eu deux événements distincts, liés au risque de concentration et au risque de liquidité.

2.1.3.1 Risque de concentration intragroupe (*ratio "grands risques"*)

D'abord, le nouveau règlement "fonds propres" de la CBFA, approuvé par l'arrêté royal de septembre 2010 et d'application au 31 décembre 2010, limite pour tous les établissements bancaires belges l'encours intragroupe à 100 % des fonds propres (accompagné des mesures transitoires usuelles). Ce règlement de la CBFA anticipe l'imposition de limites recommandées par la Commission européenne dans son projet de Directive CRD 4. Jusqu'en 2008-09, les règles d'exposition intragroupe faisaient l'objet d'une dérogation (l'exposition à une société sœur/fille était bien au-delà de la règle pour une société tierce).

En conformité avec ce règlement et en application des mesures transitoires, la CBFA a exigé que début 2011, DSA se mette en conformité avec le ratio "grands

Driemaandelijksse evolutie van de intra-groep financiering tussen DBB en de andere entiteiten 7/2011-10/2011. Bron: Dexia NV

2.1.3 Gevolgen inzake reglementaire vereisten

Dexia verzeilt eind mei in een zorgwekkende situatie, aangezien de bank ei zo na niet langer aan de ratiovereisten kan voldoen. Zodra het directiecomité van DBB vaststelt dat de toegestane grenzen worden overschreden, wordt de NBB gewaarschuwd. De moeilijkheden doen zich voor op twee fronten: het concentratierisico, enerzijds, en het liquiditeitsrisico, anderzijds.

2.1.3.1 Concentratierisico binnen de groep (*ratio "grote risico's"*)

Vooreerst worden voor alle Belgische bankinstellingen, ingevolge het reglement "eigen vermogen" van de CBFA, goedgekeurd bij koninklijk besluit van 14 september 2010 en in werking getreden op 31 december 2010, de intragroepsposities beperkt tot 100 % van het eigen vermogen (in combinatie met de gebruikelijke overgangsmaatregelen). Dat CBFA-reglement loopt vooruit op de invoering van minima die de Europese Commissie aanbeveelt in haar voorstel voor een richtlijn kapitaalvereisten (CRD 4). Tot 2008-2009 bestond voor de regels inzake intragroepsposities een afwijking (de toegestane risicopositie tegenover een zuster- of dochteronderneming lag veel hoger dan tegenover een derde onderneming).

In overeenstemming met voornoemd reglement en met toepassing van de overgangsmaatregelen heeft de CBFA begin 2011 geëist dat Dexia NV zijn situatie

risques" incluant les sociétés sœurs et filiales, mais avec une dérogation temporaire. DBB a alors, en cours de route, fixé une limite "interne" en monitorant la diminution de l'exposition. D'après Dexia, le ratio "grand risque" n'avait donc pas une portée coercitive, mais était plutôt une limite interne.

Dès lors, le 27 mai 2011, Dexia avertit la BNB de la rupture de cette limite interne de concentration. Malheureusement pour le groupe cette limite interne a été fixée au début de la première pré-crise de la dette souveraine soit en mai 2010. À part à ce moment-là, les compteurs étaient au vert, et on pensait que l'on pourrait réduire cette exposition à un rythme lent mais continu. Les règles du jeu "internes" ont pu être maintenues jusqu'à la crise. Il apparaît clairement pour toutes les parties en présence (DSA, DBB et la BNB) qu'à ce moment, si DBB avait coupé le robinet de trésorerie, les masses étaient déjà tellement importantes que cela aurait également mis DBB en trop gros risque et aurait vraisemblablement asphyxié la banque également.

2.1.3.2 Risque de liquidité

Une remarque initiale s'impose. Le ratio de liquidité réglementaire (le ratio de liquidité BNB) à un mois, qui mesure les flux nets de garantie et de caisse par rapport aux réserves de liquidité disponibles, doit être inférieur à 100 % pour toutes les institutions financières en Belgique. Si la gestion de Dexia est centralisée (via des contrats internes et des mandats), chaque régulateur national impose néanmoins que l'on ne puisse pas mettre les entités nationales en difficulté. Cela, bien entendu, à condition que ces conditions ne mettent pas la trésorerie excédentaire (l'entité prêteuse) en situation de violation des ratios de liquidité. Depuis 2009, l'Autorité de Contrôle Prudentiel Française (ACP) impose le strict respect du ratio de liquidité à DCL, et étant donné que le respect de cette contrainte ne mettait jusque là pas DBB elle-même en contravention, les flux étaient donc conformes au prescrit réglementaire.

En juin 2011, les rapports de liquidité ne sont toutefois pas si négatifs. Beaucoup de titres (éligibles pour les banques centrales) sont au frigo et mobilisables (> 30 milliards). Dès lors la perte de 20 milliards USD peut être compensée par la mobilisation de ces titres et l'utilisation des facilités *secured* des banques centrales. Mais en juin-juillet, DBB a dû mobiliser toutes les liquidités sur les marchés repo et fournir de l'*unsecured* à DCL. On a dû recommencer à recourir aux banques centrales, ce qui donnait un mauvais signal au marché. Donc, un mois après la rupture de la limite de concen-

in overeenstemming zou brengen met de ratio "grote risicoposities", inclusief ten aanzien van zuster- en dochterondernemingen, doch met een tijdelijke afwijking. Vervolgens heeft DBB gaandeweg voorzien in een "interne" limiet, waarbij werd toegezien op de beperking van de risicopositie. Volgens Dexia was de ratio "grote risicoposities" derhalve geen dwingende verplichting, maar veeleer een interne beperking.

Op 27 mei 2011 verwittigt Dexia de NBB ervan dat die interne concentratiegrens doorbroken was. Helaas voor de groep was die interne grens vastgesteld toen zich de eerste tekenen van de staatschuldencrisis voordeden, namelijk in mei 2010. Behalve op dat ogenblik stonden alle indicatoren op groen, en men ging ervan uit dat die risicopositie langzaam maar gestaag kon worden afgebouwd. De "interne" spelregels bleven van kracht, tot de crisis uitbrak. Voor alle betrokken actoren (Dexia NV, DBB en NBB) werd duidelijk dat, mocht DBB toen de geldkraan hebben dichtgedraaid, het om zo'n massale bedragen ging dat DBB zelf in te gevaarlijk vaarwater zou komen en waarschijnlijk ook de bank kopje onder zou gaan.

2.1.3.2 Liquiditeitsrisico

Voor een goed begrip: de reglementair vereiste liquiditeitsratio (de NBB-liquiditeitsratio) op één maand, met andere woorden de verhouding van de netto waarborgen kasstroom op de beschikbare liquiditeitsreserves, moet voor alle financiële instellingen in België lager zijn dan 100 %. Dexia wordt dan wel centraal beheerd (via interne contracten en mandaten), geen enkele nationale toezichthouder staat toe dat de nationale entiteiten in moeilijkheden worden gebracht. Daarbij mogen die voorwaarden er uiteraard niet toe leiden dat het thesaurieoverschot (ontlenende entiteit) niet langer in overeenstemming is met de opgelegde liquiditeitsratio's. Sinds 2009 moest DCL op instructie van de Franse prudentiële toezichthouder (ACP) de liquiditeitsratio strikt in acht nemen; aangezien de inachtneming van die verplichting voor DBB zelf niet betekende dat hij in overtreding was, waren de garantie- en kasstromen dus in overeenstemming met de reglementaire vereisten.

In juni 2011 zijn de liquiditeitsverhoudingen evenwel niet zo negatief. Veel effecten (die voor de centrale banken in aanmerking komen) worden achter de hand gehouden en kunnen worden ingezet (> 30 miljard). Het verlies van 20 miljard USD kan dus worden gecompenseerd door die effecten in te zetten en de *secured facilities* van de centrale banken te gebruiken. In juni-juli heeft DBB echter alle liquiditeiten op de repomarkten moeten aanspreken en ongedekte middelen moeten verschaffen aan DCL. Opnieuw moesten de centrale banken te hulp worden geroepen, wat geen goed signaal naar de

tration, les situations globales de liquidité du groupe et de la banque sont corrompues également.

L'encours de financement à court terme est de 100 milliards d'euros en juillet dont 71 milliards sécurisés (38 repo et 33 BCE), la preuve que le non-sécurisé devient de plus en plus indisponible pour Dexia. DBB ne respecte donc plus le ratio de liquidité réglementaire en juillet car elle a dû mobiliser tous les actifs sur le marché repo & BCE pour financer DCL.

Fin juillet 2011 et fin août 2011, le ratio de liquidité de Dexia Banque se situe respectivement à 119 % (manque de liquidités à concurrence de 1,9 milliards d'euros) et à 133 % (manque de liquidités à concurrence de 2,5 milliards d'euros). Selon les modèles de calcul de la BNB, la banque ne dispose par conséquent pas des réserves de liquidité suffisantes vis-à-vis de ses flux nets de garantie et de caisse.

2.2 Les transferts de portefeuilles

La recherche du meilleur équilibre possible pour le groupe par l'équipe dirigeante ne se limite pas à la redirection des flux de trésorerie vers les entités qui en ont besoin.

Le groupe va donc assez systématiquement tenter de trouver des arbitrages afin d'alléger le fardeau de financement des filiales. Etant à la fois l'entité la plus liquide et le centre de trésorerie du groupe, DBB est le réceptacle habituel de ces transferts, qui sont toujours effectués afin de minimiser le profil de risque de Dexia SA en tentant de faire en sorte que l'augmentation du profil de risque de DBB soit moins importante que la diminution du profil des autres entités, principalement DCL. Le conseil d'administration de DBB actera que "le respect des ratios de liquidité chez Dexia banque à des conditions *at arm's length* et la réalisation de la transaction à des conditions acceptables constituent toujours des conditions limitatives."

Les arbitrages sont de trois types:

1. des transactions collatéralisées (*repo, tri party repo*, prêts collatéralisés) à plus long terme;
2. l'achat par DBB d'actifs (obligations et prêts) à d'autres entités Dexia;
3. la comptabilisation directe au bilan de DBB de prêts émis par d'autres entités Dexia.

On relèvera les trois opérations suivantes, qui sont symptomatiques:

markt was. Dus één maand nadat het concentratierisico te groot was geworden, ging ook de algemene liquiditeit van zowel de groep als de bank onderuit.

In juli bedraagt de financieringspositie op korte termijn 100 miljard euro, waarvan 71 miljard gedekt is (38 via repo, 33 via ECB), wat aantoont dat de ongedekte middelen almeer minder beschikbaar worden voor Dexia. In juli haalt DBB niet langer de vereiste liquiditeitsratio, aangezien hij alle activa op de repomarkt en alle ECB-faciliteiten heeft moeten inzetten om DCL te financieren.

Eind juli 2011 en eind augustus 2011 bedraagt de liquiditeitsratio van Dexia Bank respectievelijk 119 % (liquiditeitstekort van 1,9 miljard euro) en 133 % (liquiditeitstekort van 2,5 miljard euro). Volgens de berekeningsmodellen van de NBB beschikt de bank bijgevolg niet over toereikende liquiditeitsreserves voor haar netto waarborg- en kasstroom.

2.2 Portefeuilleoverdrachten

Wanneer de bedrijfsleiding het beste evenwicht voor de groep zoekt, beperkt zij er zich niet toe de kasstromen te leiden naar de entiteiten die er nood aan hebben.

De groep gaat dus vrij stelselmatig op zoek naar arbitrages om de dochterondernemingen te bevrijden van de loodzware financieringsdruk. Als meest liquide entiteit en thesauriecentrum van de groep is DBB de eerste bestemming van die portefeuilleoverdrachten, die het risicoprofiel van Dexia NV zo veel mogelijk moeten inperken door ervoor te zorgen dat het risicoprofiel van DBB minder sterk stijgt dan dat het risicoprofiel van de andere entiteiten, met name DCL, afneemt. De raad van bestuur van DBB zal noteren dat "*de inachtneming van de liquiditeitsratio's bij Dexia Bank tegen arm's length-voorwaarden en de verwezenlijking van de transactie tegen aanvaardbare voorwaarden nog altijd beperkende voorwaarden zijn* [vertaling]".

Er zijn drie soorten arbitrages:

1. transacties met *collateral (repo, tri party repo*, gecollateraliseerde leningen) op de langere termijn;
2. de aankoop door DBB van activa (obligaties en leningen) van andere entiteiten van Dexia;
3. de rechtstreekse boeking op de DBB-balans van door andere Dexia-entiteiten uitgegeven leningen.

Er wordt gewezen op de volgende drie symptomatische verrichtingen:

- En février 2009, le conseil d'administration de DBB marque son accord sur le transfert de 23 *Plain vanilla swaps* venant de Dexia Crédit Local Dublin vers DBB (53 500 millions JPY *Payer Swaps* et 21 500 millions JPY *Receiver Swaps*). Les derniers swaps arrivent à échéance en 2028.

- En octobre 2010, le comité d'audit de DBB acte l'achat par *DBB Dublin Branch* d'un portefeuille obligataire de *Dexia Crediop Ireland* – sans rencontrer d'objection de la part du service opérationnel (CRM) de DBB. Le risque de contrepartie est de 1 milliard sur des banques italiennes.

- Une opération similaire est tentée par Dexia en décembre 2010. Il s'agit d'une opération de cession intragroupe de DCL à DBB de bonds japonais (valeur nominale de 685 millions d'euros et maturité moyenne supérieure à 36 ans). Le CREFS, qui vient d'entrer en fonction le 27 octobre 2010 et est doté d'une compétence accrue en matière de droit de veto (compétence d'opposition) sur des opérations de nature stratégique, émet de vives réserves sur cette opération. Celle-ci n'aura pas lieu (voir ci-dessous).

À la suite de cette dernière opération, on ne constatera plus de velléité de la part de Dexia d'utiliser des transferts de portefeuille pour alléger le bilan de filiales non-belges du groupe.

Il faut noter une opération allant en sens inverse au niveau de DBB. En avril 2010, la banque ouvre un budget de 8 milliards d'euros de cession d'actifs de DBB vers les véhicules de *covered bonds*. Le conseil d'administration de DBB précise que ce budget pourrait être augmenté s'il est opportun de le faire. Ces transferts engendrent un risque de *reverse funding* pour DBB. Ce *funding* doit servir à acquérir des actifs de qualité de DCL. Lors de son audition du 7 novembre 2011, M. Mariani évoquera ce financement de DMA pour indiquer que les flux vont dans les deux sens, puisque DMA est une filiale de DCL. Cet argument est légitime, même s'il faut ici indiquer que cette vente d'instruments à DMA a été effectuée dans le même but d'apporter un surcroît de financement à DCL. Il s'agit donc d'une opération bijective entre DBB et DCL.

2.3 Analyse

La problématique des transferts est l'une des plus délicates. On analysera les points de vue du contrôleur prudentiel, celui de DBB et celui de Dexia SA.

- In februari 2009 stemt de raad van bestuur van DBB in met de overdracht van 23 *Plain Vanilla Swaps* van Dexia Crédit Local Dublin aan DBB (53 500 miljoen JPY *Payer Swaps* en 21 500 miljoen JPY *Receiver Swaps*). Laatstgenoemde *swaps* vervallen in 2028.

- In oktober 2010 neemt het auditcomité van DBB akte van de aankoop door *DBB Dublin Branch* van een obligatieportefeuille van *Dexia Crediop Ireland* – zonder op bezwaren te stuiten van de operationele dienst (CRM) van DBB. Het tegenpartijrisico bedraagt 1 miljard op Italiaanse banken.

- In december 2010 probeert Dexia een soortgelijke operatie door te voeren. Het betreft een intragroepoverdracht (van DCL aan DBB) van Japanse *bonds* (nominale waarde van 685 miljoen euro en met een gemiddelde looptijd van meer dan 36 jaar). Het CSRSFI, dat kort daarvoor, op 27 oktober 2010, operationeel is geworden en dat is toegerust met een verruimde bevoegdheid inzake vetorecht (bevoegdheid verzet aan te tekenen) wat strategische operaties betreft, maakt het grootste voorbehoud bij die verrichting. Die zal niet plaatsvinden (*cf. infra*).

Na die laatste operatie zal Dexia kennelijk niet langer geneigd zijn portefeuilleoverdrachten te gebruiken om de balans van de niet-Belgische dochterondernemingen van de groep te verlichten.

Er moet worden gewezen op een verrichting in tegengestelde richting bij DBB. In april 2010 opent de bank een budget van 8 miljard euro voor activaoverdrachten van DBB naar instrumenten met *covered bonds*. De raad van bestuur van DBB preciseert dat dat budget zou kunnen worden verhoogd, mocht zulks wenselijk zijn. De desbetreffende overdrachten impliceren een risico van *reverse funding* voor DBB. Die *funding* moet worden gebruikt worden om kwaliteitsactiva te verwerven van DCL. Tijdens de hoorzitting van 7 november 2011 is de heer Mariani ingegaan op die financiering van DMA, om aan te geven dat de stromen beide richtingen uitgaan, aangezien DMA een dochteronderneming van DCL is. Dat argument is legitiem, zelfs al moet erop worden gewezen dat de verkoop van instrumenten aan DMA met hetzelfde doel is gebeurd, met name DCL meer financiering te verschaffen. Het betreft dus een kruisgewijze operatie tussen DBB en DCL.

2.3. Analyse

Het vraagstuk van de overdrachten is een van de meest kiese kwesties. Hierna volgt een analyse van de standpunten van de prudentiële toezichthouder, van DBB en van Dexia NV.

2.3.1 L'attitude des autorités de contrôle

La position du superviseur à l'égard des transferts est délicate, car elle doit refléter un mélange de pragmatisme et de stricte application des règlements.

À partir du moment où le sauvetage de 2008 induisait le maintien de l'intégrité du périmètre du groupe, et notamment les relations entre DBB et DCL, il était impossible de stopper une cessation des transferts du jour au lendemain sans raison réglementaire. De plus, il fallait tenir compte des conséquences qu'une interruption des transferts qui ne serait pas suffisamment préparée aurait sur des institutions qui verraient une interruption de leur financement.

Il faut distinguer les transferts de trésorerie des transferts de portefeuilles.

L'ACP, qui avait moins de préoccupations d'équilibre entre les entités du groupe étant donné que son périmètre d'intervention se limite aux entités sous le giron de DCL, est passée à l'offensive en premier, en imposant un strict respect du ratio de liquidité à DCL dès la sortie de crise de 2009. Vu le transfert des opérations de trésorerie à DBB — Dexia SA n'ayant pas la licence bancaire — il était naturel que l'entité belge irrigue le groupe. Le ratio de liquidité réglementaire de DBB s'est globalement amélioré avec le temps, et était sous strict monitoring. Le ratio "grands risques" n'était pas coercitif, il a été intégré progressivement à partir de 2010 avec des objectifs de convergence.

Le CREFS a tout de même montré les dents en janvier 2011, en refusant que Dexia SA puisse obtenir une dérogation pour le calcul du ratio de liquidité consistant à assimiler les dépôts du secteur public à des dépôts de la clientèle *retail*. Le CREFS estime que les dépôts du secteur public, en période de stress, quitteront la banque plus vite que les dépôts de la clientèle *retail*, ce qui ne correspond pas à l'expérience de la banque au cours de la crise de 2008 et 2009.

La problématique de la liquidité est devenue aiguë lorsque le contrôle prudentiel est passé dans le giron exclusif de la BNB. Le ratio "grands risques" d'abord, puis le ratio de liquidité ont été enfreints coup sur coup. De tous les côtés — DBB, DSA et BNB — on est arrivé à la même conclusion: malgré la violation des ratios réglementaires, il était impossible d'interrompre ces transferts d'un seul coup, et le seul moyen d'y arriver devait être structurel: renforcement du *deleveraging*,

2.3.1. De houding van de toezichhouders

De toezichhouder verkeert in een delicate positie om een standpunt in te nemen ten aanzien van de overdrachten, want het moet tegelijkertijd blijk geven van pragmatisme én van een strikte toepassing van de reglementen.

De redding van 2008 leidde tot het behoud van de integriteit van de perimeter van de groep en met name de band tussen DBB en DCL. Het was derhalve onmogelijk om bruusk overdrachten te beëindigen zonder dat daar enige reglementaire reden voor bestond. Bovendien moest rekening worden gehouden met de gevolgen die een onvoldoende voorbereide onderbreking van de overdrachten zou hebben voor instellingen waarvan de financiering zou worden onderbroken.

Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen de thesaurieoverdrachten en de portefeuilleoverdrachten.

De ACP, die minder bezorgd was over het evenwicht tussen de entiteiten (aangezien de actieradius van de ACP zich beperkte tot de onder DCL ressorterende entiteiten), is als eerste in het offensief gegaan, door DCL een strikte naleving van de liquiditeitsratio op te leggen zodra de crisis in 2009 voorbij was. Gelet op de overdracht van de thesaurieactiviteiten aan DBB (aangezien Dexia NV niet over een bankvergunning beschikte) was het normaal dat de Belgische entiteit de groep van middelen voorzag. De reglementaire liquiditeitsratio van DBB is mettertijd over het algemeen verbeterd, en stond onder strikte *monitoring*. De "hoge risico's"-ratio was niet dwingend, en werd vanaf 2010 geleidelijk toegepast met convergentiedoelstellingen.

Niettemin heeft het CSRSFI in januari 2011 een harde opstelling aangenomen, door te weigeren dat Dexia NV een afwijking kon krijgen voor de berekening van de liquiditeitsratio, die erin bestond de deposito's van de overheidssector gelijk te stellen met deposito's van de *retail*-cliënteel. Volgens het CSRSFI zouden de deposito's door de overheidssector in een gespannen periode sneller uit de bank wegvloeien dan de deposito's van de *retail*-cliënteel, hetgeen volgens de bank niet strookt met de tijdens de crisis van 2008 en 2009 opgedane ervaring.

Het liquiditeitsvraagstuk is acuut geworden toen het prudentiële toezicht uitsluitend onder de NBB ging ressorteren. De "grote risico's"-ratio, en vervolgens de liquiditeitsratio, zijn telkens opnieuw overtreden. Van alle zijden — DBB, Dexia NV en NBB — kwam men tot dezelfde conclusie: ondanks de niet-inachtneming van de reglementaire ratio's was het onmogelijk die overdrachten bruusk te onderbreken, en het enige middel daartoe moest van structurele aard zijn: een versterking

cession d'entités opérationnelles ou démantèlement. Fin juin, la BNB a intimé à Dexia de rentrer dans les limites intragroupes dans les plus brefs délais.

Lorsque les projections de la BNB ont montré que le gap de liquidité ne pouvait plus se résorber et que l'influence conjuguée du besoin de collatéral, de la réduction des échéances des financements à court terme, de l'échéance d'emprunts garantis en octobre 2011, et de l'assèchement prévisible des sources de financement non-sécurisés (sans compter le *bank run* du début octobre, qui était repris dans le scénario de stress), le superviseur a fait les deux seules choses qui s'imposaient: prévenir Dexia que seules des actions drastiques pouvait lui permettre de s'en sortir (cfr la lettre du 25 août 2011), et préparer activement le démantèlement au cas où Dexia ne parviendrait pas à mettre en application le programme de vente accélérée à temps. C'est ce que, d'après les informations connues à la rédaction de ce rapport, la BNB a fait.

Il est cependant dommage, vis-à-vis de l'équilibre entre les entités belge et française, que l'exigence de ratio de liquidité ait été rendue obligatoire en France plus rapidement qu'en Belgique, où le ratio de liquidité minimum réglementaire n'était pas obligatoire en 2009. Il n'est devenu obligatoire qu'après la réforme *Twin Peaks*, et est entré en vigueur au 1^{er} janvier 2011.

La problématique des transferts de portefeuille a permis à l'autorité de contrôle de faire preuve de la sévérité attendue d'un tel organe parce que la problématique n'était pas aussi vitale que les transferts de trésorerie. Cependant, il a fallu attendre qu'il soit doté de cette possibilité, soit au moment où la loi "*Twin Peaks*" du 2 juillet 2010 a été d'application, soit le 27 octobre. La CBFA était informée de certaines opérations qui auraient pu rentrer dans le cadre de l'application de la compétence d'opposition, mais elle ne pouvait s'y opposer faute de pouvoir réglementaire. Le transfert du portefeuille Crediop mentionné ci-dessus en est un exemple: il s'agit d'une opération à laquelle la CBFA aurait pu vouloir s'opposer, mais elle n'en avait à ce moment pas la possibilité. Il faut noter qu'après l'opposition du CREFS à la cession du portefeuille d'obligations japonaises, Dexia n'a plus soumis d'opérations de ce type (alors qu'une opération similaire a été évoquée lors du comité d'audit de DBB en avril 2011) et ni le CREFS, ni la BNB n'a dû intervenir sur la base de cette compétence d'opposition par la suite, ce qui prouve l'efficacité de la mesure.

van de *deleveraging*, de overdracht van operationele entiteiten of een ontmanteling. Eind juni heeft de NBB Dexia bevolen onverwijld de geldende intragroepplimieten opnieuw in acht te nemen.

Toen de prognoses van de NBB aantoonde dat het liquiditeitstekort niet meer kon worden weggewerkt en dat de gecombineerde invloed van de behoefte aan onderpand, de inkorting van de looptijden van de kortetermijnfinancieringen, de looptijd van gewaarborgde leningen in oktober 2011 en de voorspelbare opdroging van de niet-beveiligde financieringsbronnen (zonder rekening te houden met de *bank run* van begin oktober, die in het stressscenario was opgenomen) het voor de groep onmogelijk zouden maken zijn verbintenissen na te komen, heeft de toezichthouder de enige twee zaken gedaan die zich opdrongen: Dexia waarschuwen dat het er door drastische acties bovenop kon komen (zie de brief van 25 augustus 2011) en actief de ontmanteling voorbereiden voor het geval Dexia het programma van versnelde verkoop niet tijdig zou kunnen toepassen. Dat is wat de NBB heeft gedaan, volgens de informatie die bij het opstellen van dit rapport beschikbaar was.

Ten aanzien van het evenwicht tussen de Belgische en de Franse entiteiten is het echter jammer dat de vereiste inzake liquiditeitsratio in Frankrijk vroeger tot een verplichting is gemaakt dan in België, waar de reglementaire minimumliquiditeitsratio in 2009 niet verplicht was. Hij is pas na de *Twin Peaks*-hervorming verplicht geworden en is op 1 januari 2011 in werking getreden.

De problematiek van de portefeuilleoverdrachten heeft de toezichthoudende overheid de mogelijkheid geboden blijk te geven van de gestrengheid die van een dergelijke instantie wordt verwacht omdat de problematiek niet zo vitaal was als de thesaurieoverdrachten. Men heeft echter moeten wachten tot ze die mogelijkheid had, dat wil zeggen tot de "*Twin Peaks*"-wet van 2 juli 2010 op 27 oktober in werking is getreden. De CBFA was op de hoogte van bepaalde verrichtingen die in het kader van de toepassing van de vetobevoegdheid hadden kunnen passen, maar ze kon er zich niet tegen verzetten omdat ze geen regelgevende bevoegdheid had. De voormelde portefeuilleoverdracht van Crediop is daarvan een voorbeeld: het gaat om een verrichting waartegen de CBFA zich had kunnen willen verzetten, maar op dat ogenblik had ze daar niet de mogelijkheid toe. Opgemerkt zij dat Dexia, na het veto van het CSRSFI tegen de overdracht van de portefeuille van Japanse obligaties, geen soortgelijke verrichtingen meer heeft voorgelegd (terwijl ter gelegenheid van het doorlichtingscomité van DBB in april 2011 van een soortgelijke verrichting gewag werd gemaakt) en dat naderhand noch de CSRSFI, noch de NBB op grond van die vetobevoegdheid zijn moeten optreden. Dat bewijst de doeltreffendheid van de maatregel.

2.3.2 L'attitude de DBB

Au sein du groupe, des discussions sont intervenues entre d'une part DBB et d'autre part DSA et DCL sur le rythme de diminution du ratio des grands risques. À partir de fin 2010 l'obsession de DBB était de diminuer son exposition alors que celle du groupe DSA était de sécuriser le rating, et par là assurer sa liquidité et d'éviter un risque de défaut d'une entité qui aurait eu des répercussions dramatiques sur toutes les entités du groupe y compris DBB.

Dès 2009, Dexia Banque Belgique a constamment été préoccupée par ce risque de contrepartie vis-à-vis de DCL. Lors du conseil d'administration du 23 février 2009, une polémique s'est ainsi installée sur la demande du groupe de prolonger une ligne de crédit de 6 milliards au bénéfice de DCL, alors même que le financement des entités du groupe à partir des liquidités obtenues par DBB est de 53 milliards. M. Pierre Mariani la justifie par le fait que DCL doit respecter le ratio de liquidité réglementaire, mais il se heurte à une attitude à la fois sceptique et interloquée des membres du conseil d'administration par rapport à la demande. Comme elle est appuyée à la fois par MM. Pierre Mariani et Stefaan Decraene, le conseil décide de se décharger du problème sur le comité de direction de la banque. Parallèlement à cela, le conseil de DBB demande à Dexia de trouver des solutions structurelles pour réduire ce risque qui est considéré comme insoutenable à moyen terme.

Jusqu'à la mi-mars 2011, l'évolution va dans le sens souhaité, et le conseil d'administration ne manifeste pas de signes d'inquiétude particuliers. Il approuve même le principe et les opérations de transfert de portefeuille de fin 2010. Ce relatif optimisme est affiché jusques et y compris les réunions du comité d'audit du 17 mai et du conseil d'administration de DBB du 19 mai.

La réunion conjointe des comités d'audit de DSA et DBB du 20 juin est critique. Elle montre la situation à l'ensemble des membres, mais aussi dépeint le "*Red downgrade scenario*" qui montrerait une augmentation potentielle de l'exposition nette DBB à l'ensemble du groupe de l'ordre de 40 milliards. On décide de réunir un conseil d'administration de DBB. Par ailleurs, il est précisé qu'il s'agit vraiment d'un problème de perception belge et la question est posée de savoir s'il ne faut pas envisager un plan spécifique de financement de DCL avec intervention de l'État français. Une nouvelle réunion est convoquée pour le 27 juin. Elle acte la demande du régulateur que Dexia rentre au plus vite dans les limites intragroupes (voir ci-dessus). Les pistes poursuivies sont les deux classiques (activer le

2.3.2 De houding van DBB

Binnen de groep zijn er discussies geweest tussen eensdeels DBB en anderdeels DSA en DCL over het tempo van de verlaging van de ratio van de grote risico's. Vanaf eind 2010 werkte DBB haast obsessieel aan een vermindering van zijn blootstelling en wilde de groep DSA absoluut de rating veiligstellen om op die manier zijn liquiditeit te waarborgen en het risico te voorkomen dat een entiteit in gebreke zou blijven, wat dramatische gevolgen zou hebben gehad voor alle entiteiten van de groep, ook voor DBB.

Vanaf 2009 heeft Dexia Bank België zich voortdurend zorgen gemaakt over dat tegenpartijrisico ten aanzien van DCL. Tijdens de raad van bestuur van 23 februari 2009 is een polemiek ontstaan over de vraag van de groep een kredietlijn van 6 miljard ten behoeve van DCL te verlengen, terwijl de financiering van de entiteiten van de groep op grond van de door DBB verkregen liquiditeiten 53 miljard bedraagt. De heer Pierre Mariani voert ter verantwoording van die vraag aan dat DCL de réglementaire liquiditeitsratio in acht moet nemen. De leden van de raad van bestuur zijn echter sceptisch en verbluft over zijn vraag. Doordat die vraag gesteund wordt door de heer Pierre Mariani én door de heer Stefaan Decraene beslist de raad het probleem door te schuiven naar het directiecomité van de bank. Parallel daarmee vraagt de raad van DBB aan Dexia structurele oplossingen te vinden om dat risico, dat op middellange termijn als onhoudbaar wordt beschouwd, te beperken.

Tot half maart 2011 evolueren de zaken in de gewenste richting en toont de raad van bestuur zich niet bijzonder bezorgd. Hij keurt zelfs het principe en de verrichtingen van portefeuilleoverdracht van eind 2010 goed. Dat relatieve optimisme wordt geafficheerd tot en met tijdens de vergaderingen van het doorlichtingscomité van 17 mei en de raad van bestuur van DBB van 19 mei.

De gezamenlijke vergadering van de doorlichtingscomités van DSA en van DBB van 20 juni is kritiek. Ze toont de situatie aan alle leden maar beschrijft ook het *Red downgrade scenario* waaruit een potentiële toename van de netto-blootstelling DBB ten aanzien van de hele groep zou blijken ten belope van 40 miljard. Men beslist een raad van bestuur van DBB bijeen te roepen. Voorts wordt gepreciseerd dat het echt om een probleem van perceptie aan Belgische zijde gaat. De vraag rijst of niet moet worden voorzien in een specifiek financieringsplan voor DCL met tussenkomst van de Franse Staat. Een nieuwe vergadering wordt bijeengeroepen voor 27 juni. Ze neemt nota van de vraag van de regulator om Dexia zo snel mogelijk binnen de intragroepenperken te brengen (zie hierboven). De nagestreefde oplossingen zijn

financement de DCL Paris et NY autant que possible, et activer le *deleveraging*), mais aussi transférer des actifs à DBB pour les faire financer directement par la banque. Le problème est évidemment lié à la faculté qu'a la BNB de s'opposer à ce transfert, pour des raisons d'altération de profil de risque.

À la suite du Conseil d'administration de DBB du 1^{er} juillet, il est convenu par l'ensemble du groupe que la situation ne peut être résolue qu'à travers les mesures de *deleveraging* prises par Dexia. La problématique des transferts est devenue celle du financement du groupe, étant entendu qu'une réduction interne des transferts de trésorerie est devenue impossible sans réduire la dépendance du financement du groupe à des ressources non-sécurisées à court terme. Les réunions suivantes montrent surtout la préoccupation commune de DBB avec le groupe par rapport à la dégradation des possibilités de *funding*, alors que les transferts sont devenus un "*non issue*". Comme l'indique le PV du comité d'audit du 26 août, "le besoin net de liquidité au niveau du groupe se monte encore à près de 100 millions d'euros. Dans les circonstances actuelles, il n'est pas possible de réduire l'exposition intragroupe".

On peut, à l'examen de ce qui précède, comprendre que DBB était conscient et préoccupé par la problématique, mais s'est fait enfermer dans une logique qui s'est muée en une spirale incontrôlable. La banque n'a eu d'autre choix que de participer à un système mis en place à cause (i) du *business model* hérité de 2008, et (ii) de son rôle en tant que centre de trésorerie en euros pour l'ensemble du groupe. Rétrospectivement, cette décision de centralisation a amené DBB dans une nasse de laquelle il lui est devenu impossible de s'extraire sans mettre en danger toutes les entités, y compris la banque elle-même.

2.3.3 L'attitude de Dexia SA

À travers les décisions stratégiques liées au plan de transformation et les décisions tactiques liées aux modifications des points d'entrée de la trésorerie à partir de mai 2011, on peut conclure que le choix posé — et revendiqué — par le management de Dexia de raisonner comme un groupe et de ne pas avoir d'états d'âme par rapport aux préférences de chaque entité individuelle a été scrupuleusement appliqué. Tous les efforts ont été tournés vers le soutien du groupe, quitte à augmenter le profil de risque — en particulier DBB — étant donné le caractère secondaire de cette problématique. Ces choix ont été faits dans la clarté; qu'on les apprécie ou pas, et indépendamment des conséquences qu'ils ont eu dans le cadre du démantèlement, on ne peut nier

de twee traditionele (de financiering van DCL Parijs en NY zo veel mogelijk activeren en de *deleveraging* activeren), maar ook de activa overhevelen naar DBB zodat ze direct door de bank worden gefinancierd. Het probleem is uiteraard gerelateerd aan de mogelijkheid van de NBB zich tegen die overdracht te verzetten omdat het risicoprofiel zou kunnen worden gewijzigd.

Na de raad van bestuur van DBB van 1 juli is de hele groep het erover eens dat de situatie alleen kan worden verholpen via de door Dexia genomen maatregelen van *deleveraging*. De problematiek van de overdrachten is die van de financiering van de groep geworden, waarbij duidelijk is dat een interne beperking van de thesaurieoverdrachten onmogelijk is geworden zonder de afhankelijkheid van de groep van niet-beveiligde middelen op korte termijn te beperken. Uit de volgende vergaderingen blijkt vooral de gemeenschappelijke bekommernis van DBB en van de groep ten aanzien van de degradatie van de *funding* mogelijkheden, terwijl de overdrachten een "*non-issue*" zijn geworden. In de notulen van het auditcomité van 26 augustus staat te lezen dat de netto liquiditeitsbehoefte van de groep nog zo'n 100 miljoen euro bedraagt en dat het in die omstandigheden onmogelijk is de blootstelling binnen de groep te verminderen.

Uit wat voorafgaat kan worden opgemaakt dat Dexia Bank België zich wel degelijk bewust was van het probleem en zich er ook om bekommerde, maar dat de bank vast kwam te zitten in een logica die uitgegroeid is tot een oncontroleerbare spiraal. Er restte haar niets anders dan mee in een uitgetekend systeem te stappen, vanwege (i) het *businessmodel* dat ze had geërfd uit 2008, en (ii) haar rol als thesauriecentrum wat de euro betreft voor de hele groep. Terugblikkend heeft die centralisering ertoe geleid dat DBB verstrikt raakte in een net waaruit het zich onmogelijk kon bevrijden zonder alle entiteiten, ook de bank zelf, in gevaar te brengen.

2.2.3 De houding van Dexia NV

Op basis van de strategische beslissingen in het kader van het hervormingsplan en de tactische beslissingen in verband met de wijzigingen van de *entry points* van de thesaurie vanaf mei 2011, kan worden besloten dat de — nadrukkelijke — keuze van het bestuur van Dexia om te denken als een groep en zich niet te laten leiden door de voorkeuren van elke entiteit afzonderlijk, nauwlettend in acht werd genomen. Alle inspanningen dienden om de groep te ondersteunen, op het gevaar af dat het risicoprofiel van de individuele entiteiten toenam — in het bijzonder dat van DBB — op de helling te zetten, want dat was van secundair belang. Die keuzes werden gemaakt in alle openheid; men kan die keuzes goed of slecht vinden, maar ongeacht de gevolgen die

qu'ils ont été pleinement assumés par le management de Dexia SA et que les comptes-rendus des organes de Dexia Banque Belgique montrent qu'ils ont été acceptés, certes après l'expression de certaines réserves, et appliqués à la lettre.

On peut tout de même être un peu plus dubitatifs par rapport aux opérations de transfert de portefeuille qui ont été planifiées et/ou exécutées en 2010. On en a vu passer deux dans les PVs des organes, mais il est possible que d'autres opérations du même genre aient eu lieu, peut-être de taille plus modeste, mais sans indication quant à leur nombre, taille ni fréquence. Le fait qu'une opération importante (le portefeuille Crediop) soit passée juste avant la mise en application de la loi instituant le CREFS et sa compétence d'opposition semble indiquer que Dexia s'est dépêché de "charger" DBB avant de passer sous les fourches caudines de cette réglementation, qui laissait au groupe les mains nettement moins libres pour jongler avec le bilan et le profil de risque de ses entités.

3. Les sources de liquidités

Cette courte section examine les pistes les plus importantes exploitées par Dexia afin d'obtenir des liquidités sur les marchés. On distingue la modification du mix d'échéances d'une part, et l'accès aux ressources des pouvoirs publics et des banques centrales d'autre part.

3.1 Modification du mix des échéances

L'un des objectifs du plan de la Commission européenne est d'augmenter la duration des ressources du groupe, afin de le pousser à obtenir des financements plus permanents et donc stables. Le plan indique que les échéances moyennes des éléments du passif doivent évoluer de la manière suivante: 2,68 ans en 2009; 2,88 en 2010; 3,08 en 2011; 3,28 en 2012; 3,48 en 2013; et 3,68 en 2014. En outre, le groupe doit dépendre de façon moins importante du financement à court terme dans le total du bilan. La proportion d'actifs à court terme doit passer de 30 % à la fin 2009 à maximum 23 % en 2010, 20 % en 2013, et 11 % en 2014.

Le management combine la réduction de la taille du bilan par le *deleveraging*, ce qui réduit les besoins de liquidité, avec un plan de financement par emprunts à long terme. Le groupe émettra environ 110 milliards de dette en trois ans, dont 45 milliards de dette garantie:

ze hebben gehad in het kader van de ontmanteling, valt het niet te ontkennen dat het management van Dexia NV de volle verantwoordelijkheid voor die keuzes op zich heeft genomen; bovendien blijkt uit de verslagen van de organen van Dexia Bank België dat die keuzes werden goedgekeurd, weliswaar na een zeker voorbehoud, en dat ze strikt in acht werden genomen.

Wat meer scepsis is wel geboden wat de portefeuilleoverdrachten betreft die in 2010 werden gepland en/of uitgevoerd. In de notulen van de organen wordt gewag gemaakt van twee dergelijke overdrachten, maar het is niet uitgesloten dat er zich meer hebben voorgedaan, misschien kleinschaliger, maar zonder enige indicatie wat hun aantal, omvang of frequentie betreft. Het feit dat een belangrijke overdracht (de Crediop-portefeuille) heeft plaatsgevonden vlak voor de inwerkingtreding van de wet tot instelling van het CSRSFI, dat een verbeterbevoegdheid heeft, lijkt erop te wijzen dat Dexia zich heeft gehaast om de portefeuille door te schuiven naar DBB alvorens die nieuwe regeling van kracht werd. De groep had door die regeling immers veel minder bewegingsruimte om te goochelen met de balans en het risicoprofiel van zijn entiteiten.

3. De liquiditeitsbronnen

In dit beknopte onderdeel wordt ingegaan op de belangrijkste sporen die Dexia heeft aangeboord om op de markten liquiditeiten te verkrijgen. Achtereenvolgens worden daarbij de wijziging van de looptijdverschillen en de toegang tot de middelen van de overheden en van de centrale banken onder de loep genomen.

3.1 Wijziging van de looptijdverschillen

Het plan van de Europese Commissie strekt er met name toe de middelen van de groep te verduurzamen, anders gezegd de groep ertoe aan te zetten voor permanentere en dus stabielere financieringsbronnen te zorgen. Volgens het plan moeten de gemiddelde looptijden voor de elementen van het passief als volgt evolueren: 2,68 jaar in 2009; 2,88 in 2010; 3,08 in 2011; 3,28 in 2012; 3,48 in 2013; en 3,68 in 2014. Bovendien moet het balanstotaal van de groep minder afhankelijk zijn van kortetermijnfinanciering. De kortetermijnactiva moeten verhoudingsgewijs worden verminderd van 30 % eind 2009 tot maximaal 23 % in 2010, 20 % in 2013 en 11 % in 2014.

Het management combineert de inkrimping van de balansomvang via *deleveraging*, waardoor de liquiditeitsbehoefte vermindert, met een financieringsplan op basis van langetermijnleningen. De groep zal ongeveer 110 miljard euro schuld uitgeven over een

45 milliards en 2009, 45 milliards en 2010, 20 milliards en 2011. La dette garantie sera émise en deux vagues, l'une fin janvier 2009 (22 milliards à échéance 2011, soit 13 au premier semestre et 9 en octobre), l'autre en juin 2010. La première émission présentant une période de garantie jugée trop courte, Dexia négocie en 2009 la mise en œuvre d'un second régime de garanties à 5 ans². En outre, voyant que l'activité de *covered bonds* émis par DMA se réduisait suite à une pression concurrentielle plus forte, Dexia a mis sur pied des opérations de repo à long terme qui permettait de combler la différence, avec un effet similaire sur les durées de financement.

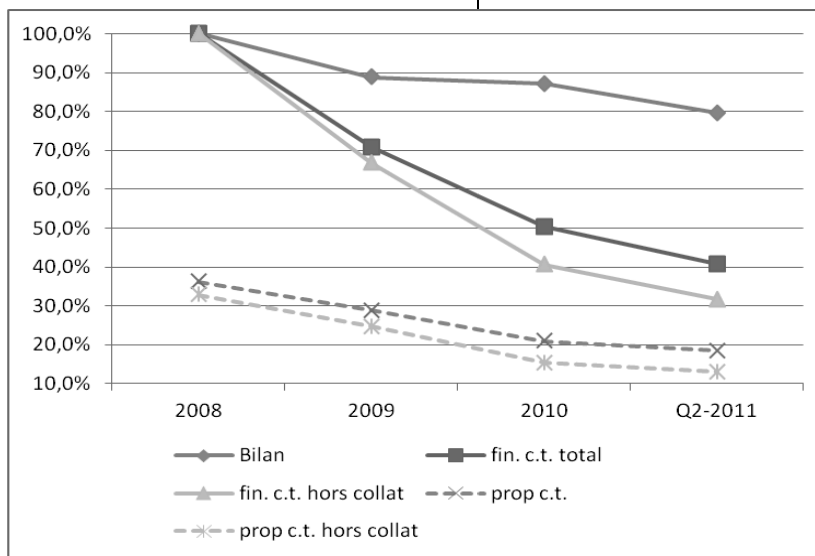
M. Pierre Mariani insiste dans les comités stratégiques de Dexia sur l'importance d'émettre le plus possible de dette à moyen et long terme, et d'accélérer le processus autant que possible. Sur ce point, les résultats obtenus par Dexia sont tout aussi convaincants que ceux du processus de *deleveraging*. La réduction du besoin de financement à court terme, passant de 236 milliards d'euros (dont 214 milliards d'euros hors besoin de collatéral pour couverture des dérivés) en 2008 à 96 milliards d'euros (dont 68 milliards d'euros hors collatéral) en juin 2011, est de 59 %. Même à la fin septembre, alors que le besoin de collatéral est mécaniquement passé de 28 à 43 milliards d'euros, la réduction demeure remarquable puisque le financement global à court terme est de 105 milliards (-56 %). Le graphique suivant montre la réduction comparée du bilan global de Dexia et de son financement à court terme:

periode van drie jaar, waarvan 45 miljard euro gewaarborgde schuld: 45 miljard in 2009, 45 miljard in 2010 en 20 miljard in 2011. De gewaarborgde schuld zal worden uitgegeven in twee bewegingen, de eerste eind januari 2009 (22 miljard tegen 2011, meer bepaald 13 in het eerste semester en 9 in oktober), en de tweede in juni 2010. Doordat de waarborgperiode van de eerste uitgifte te kort wordt bevonden, verkrijgt Dexia in 2009 via onderhandelingen een tweede waarborgregeling op vijf jaar². Toen Dexia bovendien vaststelde dat de activiteit inzake *covered bonds* uitgegeven door DMA in omvang verminderde als gevolg van een sterkere concurrentiedruk, heeft het reponering op lange termijn ingesteld om het verschil goed te maken, met een vergelijkbaar effect op de financieringsduur.

De heer Pierre Mariani dringt er op de strategische comités van Dexia op aan zo veel en zo vlug mogelijk schuld op middellange en lange termijn uit te geven. De resultaten die Dexia heeft geboekt zijn op dat punt even overtuigend als die van de *deleveraging*. De behoefte aan kortetermijnfinanciering neemt tussen 2008 en juni 2011 af met 59 %, namelijk van 236 miljard euro (waarvan 214 miljard buiten de *collateral*-behoefte voor de afdekking van de derivaten) naar 96 miljard euro (waarvan 68 miljard euro buiten *collateral*). Zelfs eind september, wanneer de *collateral*-behoefte automatisch gegroeid is van 28 tot 43 miljard euro, blijft de vermindering (-56 %) opmerkelijk, aangezien de totale kortetermijnfinanciering 105 miljard bedraagt. Onderstaande grafiek toont de daling van de totale balans van Dexia ten opzichte van die van de kortetermijnfinanciering:

² Cette échéance d'octobre a pesé sur les besoins de liquidité du groupe et a contribué à ses problèmes de liquidité à ce moment-là; cela démontre que la dette à moyen terme peut être utile mais peut aussi amener à décaler les problèmes dans le temps sans nécessairement les résoudre.

² Die looptijd tot oktober drukte zwaar op de liquiditeitsbehoeften van de groep en heeft de liquiditeitsproblemen die de groep toen had mee in de hand gewerkt; dit toont aan dat schulden op middellange termijn nuttig kunnen zijn maar er ook toe kunnen leiden dat problemen op de lange baan worden geschoven zonder daarom te worden opgelost.



Évolution proportionnelle du total du bilan et du financement à court terme (lignes pleines) et de la proportion de court terme dans le bilan (lignes pointillées).

Source: Dexia SA

3.2 Diminution de l'usage des financements garantis et auprès des banques centrales

La période précédant l'aggravation de la crise doit être distinguée de la situation née après le mois de mai 2011.

3.2.1 Les choix portés jusqu'en mai 2011

Le choix stratégique de MM. Pierre Mariani et Jean-Luc Dehaene effectué dans le cadre des aides reçues (garanties d'État et financements d'urgence des banques centrales) consiste à tenter d'en sortir le plus rapidement et proprement possible. L'idée défendue est triple: en 2010, les garanties ne sont plus considérées comme nécessaires (alors qu'elles sont coûteuses); la Commission européenne presse pour les réduire le plus rapidement possible; et par ailleurs cela a un effet stigmatisant pour les marchés. Entre mai 2009 et septembre 2010, Dexia va ainsi rembourser pour 78 milliards d'euros de dette à court terme garantie.

La réduction de 2010 a eu lieu en trois temps:

- d'abord sur les emprunts court terme (dépôts < 3 mois): mars-avril 2010
- ensuite sur les emprunts monétaires garantis à plus longue durée: fin juin 2010

Proportionele evolutie van het balanstotaal en van de kortetermijnfinanciering (volle lijnen) en van de verhouding op korte termijn op de balans (stippellijnen).

Bron: Dexia NV

3.2 Minder gewaarborgde financiering en financiering door de centrale banken

Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen de periode die voorafging aan de verslechtering van de crisis en de situatie die ontstond na mei 2011.

3.2.1 De keuzes die men tot mei 2011 voorstond

De beleidskeuzes die de heren Pierre Mariani en Jean-Luc Dehaene in het kader van de ontvangen steun hebben gemaakt (staatswaarborgen en noodfinanciering door de centrale banken), impliceren dat het in de bedoeling ligt te pogen zo spoedig en zo *clean* mogelijk uit de problemen te komen. De voorgestane idee is drieledig: in 2010 worden de waarborgen niet langer als noodzakelijk beschouwd (terwijl ze wél veel geld kosten); de Europese Commissie dringt erop aan die waarborgen zo snel mogelijk af te bouwen en bovendien heeft zulks een stigmatiserend effect op de markten. In de periode mei 2009 – september 2010 zal Dexia aldus voor 78 miljard euro aan gewaarborgde korttermijnschuld terugbetalen.

De in 2010 doorgevoerde afbouw van de waarborgen gebeurt in drie stappen:

- eerst en vooral op de kortetermijnleningen (looptijd < 3 maanden): maart-april 2010
- vervolgens op de gewaarborgde monetaire leningen op langere termijn: eind juni 2010

— on a tiré au maximum sur la fenêtre obligataire garantie jusqu'en juillet 2010.

On a systématiquement tenté d'utiliser la fenêtre de tir du début d'année pour les emprunts à long terme garantis; on s'est désengagé des garanties sur le court terme le plus rapidement possible, car l'accès au financement *unsecured* était alors possible et meilleur marché.

Par ailleurs, les mêmes considérations amènent le management à tenter de limiter, voire d'éliminer les financements obtenus auprès des banques centrales, principalement la BCE et la Fed.

Depuis 2008, DSA (à travers ses différentes entités) était l'un des plus gros emprunteurs aux *tenders* de la BCE (dans le top 5 EUR). On a tenté d'en sortir (i) en recourant le plus possible au *funding unsecured* et (ii) en optimisant les *packages* utilisés dans les repos grâce à une migration systématique vers la centrale de repo multilatérale Eurex, qui utilise les mêmes critères d'éligibilité et les mêmes *haircuts* que la BCE, et *LC Hedge*. Globalement, la poursuite de cette stratégie de réduction systématique de la dépendance aux sources de financement "stigmatisantes" a produit des résultats très significatifs: le financement cumulé obtenu grâce aux banques centrales est passé de 122 milliards d'euros en 2008 à 17 milliards d'euros en mars 2011. En mars 2011, le management pense même pouvoir les éliminer totalement pour la fin de l'année, tant le climat a l'air de s'être amélioré. Cela a en tout cas permis de réduire à 30 milliards d'euros fin juin 2011 la participation aux *tenders* (16 milliards d'euros au plus bas fin avril 2011, versus un "*peak*" de 112 milliards d'euros en janvier 2009).

— er werd geprobeerd het frame voor gewaarborgde obligaties zo lang mogelijk open te houden, tot in juli 2010.

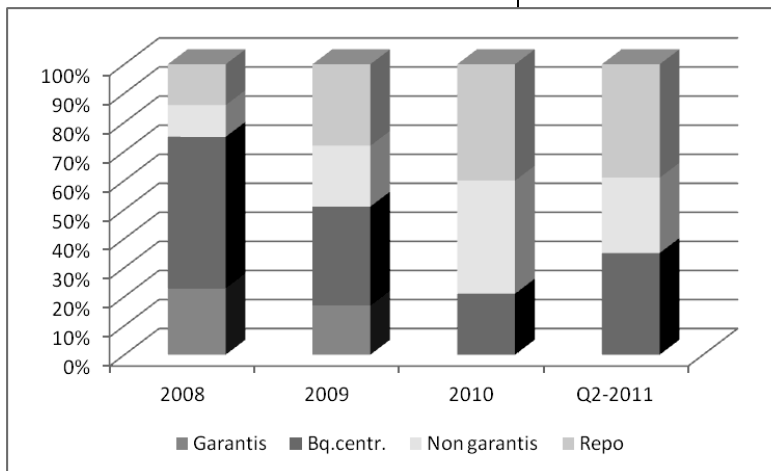
Systematisch werd gepoogd gebruik te maken van het jaarbegin om de gewaarborgde langetermijnleningen op de markt te brengen; van de waarborgen op korte termijn heeft men zich zo spoedig mogelijk ontdaan, omdat men op dat moment toegang had tot onbeveiligde en goedkopere financiering.

Voorts beslist het management op grond van dezelfde overwegingen te proberen de financiering door de centrale banken (voornamelijk de ECB en de Fed) in te perken en zelfs volledig te schrappen.

Sinds 2008 was Dexia NV (via de diverse entiteiten) één van de belangrijkste afnemers van de *tender*transacties van de ECB (Dexia NV stond in de Europese top 5 EUR terzake). Men heeft gepoogd daarmee komaf te maken door (i) zoveel mogelijk een beroep te doen op onbeveiligde financiering en (ii) de in de koop- en verkoopovereenkomsten gehanteerde pakketten te optimaliseren dankzij de systematische migratie naar de multilaterale koop- en verkoopovereenkomstencentrale Eurex, die dezelfde deelnamecriteria en *haircuts* hanteert als de ECB en *LC Hedge*. Algemeen heeft deze strategie, die erin bestaat de afhankelijkheid van de "stigmatiserende" financieringsbronnen systematisch af te bouwen, zeer goede resultaten opgeleverd: de gecumuleerde financiering bij de centrale banken daalde van 122 miljard euro in 2008 tot 17 miljard euro in maart 2011. De algemene context lijkt in maart 2011 dermate te zijn verbeterd dat het management zelfs overweegt die financieringsbronnen volledig te kunnen opgeven tegen het einde van het jaar. Daardoor kon in ieder geval de participatie aan de *tenders* eind juni 2011 op 30 miljard euro worden gebracht (het laagste bedrag — 16 miljard euro — werd opgenomen eind april 2011, het hoogste — 112 miljard euro — in januari 2009).

L'évolution des composantes du *funding* à court terme peut être visualisé sur le graphique suivant:

De onderstaande grafiek geeft de evolutie weer van de onderdelen van de kortetermijnfinanciering:



Évolution des proportions des sources de financement à court terme. Source: Dexia SA

Evolutie van het respectieve aandeel van de kortetermijnfinancieringsbronnen. Bron: Dexia NV

3.2.2 Les choix portés depuis mai 2011

3.2.2 De keuzes die men sinds mei 2011 voorstond

Suite à la dégradation de la situation de liquidité de Dexia, le management doit de nouveau augmenter son encours auprès des banques centrales. D'aucuns se sont demandés si le groupe n'aurait pas dû recourir plus tôt aux ELAs (*Emergency Liquidity Assistance*). La réponse du management, qui a convaincu le conseil d'administration du bien-fondé de son approche, est toujours liée au caractère stigmatisant de cette solution de dernier recours.

Door de verslechtering van de liquiditeitstoestand van Dexia moet het management het bij de centrale banken uitstaande bedrag weer optrekken. Sommigen vragen zich af of de groep er niet beter aan had gedaan in een eerdere fase een beroep te doen op de ELA (*Emergency Liquidity Assistance*). Het antwoord van het management, dat de raad van bestuur heeft overtuigd van zijn gegronde aanpak, houdt nog steeds verband met die stigmatiserende oplossing van de laatste kans.

En septembre 2011, suite au signal d'alarme tiré par la BNB et à la prise de conscience collective que la revente rapide d'entités opérationnelles devient la seule planche de salut, Dexia cherche une solution avec les banques centrales (BNB et BdF) qui n'alerterait pas les marchés, notamment par l'observation de l'évolution du bilan des banques centrales concernées (ce qui disqualifiait les ELAs). La solution trouvée a été celle des *swaps* de collatéral, pour un total de 10 milliards d'euros (sur une proportion 50-50). Cette solution devait fournir à Dexia un ballon d'oxygène lui permettant de procéder un peu plus sereinement à la réduction de bilan conformément au plan établi. Parallèlement à cela, à la fin septembre, le conseil d'administration a également tenté de mobiliser des actifs de DCL pour obtenir des prêts de la CDC et de la CNP, ce qui était la solution de recours envisagée par l'État français, mais ce n'était évidemment pas suffisant dans la situation que Dexia connaissait. Le recours aux ELAs n'a été activé qu'en dernière solution.

In september 2011, nadat de NBB een waarschuwing heeft gegeven en nadat men er zich collectief reken-schap heeft van gegeven dat de snelle wederverkoop van operationele entiteiten als enig redmiddel overblijft, zoekt Dexia samen met de centrale banken (NBB en BdF) naar een oplossing die de markten niet verontrust, meer bepaald doordat zij de evolutie van de balans van de betrokken centrale banken opvolgen (waardoor de ELA werd uitgesloten). De oplossing kwam er in de vorm van onderpandswaps, voor een totaal bedrag van 10 miljard euro (in de verhouding 50/50). Die oplossing moest Dexia de nodige zuurstof verlenen om de balansafbouw iets sereener te kunnen doen verlopen, overeenkomstig het uitgewerkte plan. Tegelijk probeerde de raad van bestuur eind september activa van DCL in stelling te brengen om leningen los te krijgen van CDC en CNP (de noodoplossing die werd aangedragen door de Franse Staat), maar zulks volstond uiteraard niet om Dexia uit het slop te halen. Op de ELA werd pas in laatste instantie een beroep gedaan.

Ces mécanismes auraient pu aider Dexia si un *bank run* n'avait pas eu lieu. En évitant de recourir aux financements d'urgence, Dexia s'est évidemment fermé une fenêtre de liquidité importante plus tôt, mais cela n'aurait sans doute pas servi à calmer les marchés, et aurait sans doute, une fois les opérations remarquées, attisé encore la panique. Par ailleurs, même si tout était prêt depuis juin 2011 au niveau de la BNB pour activer les ELAs, ce n'aurait pas été une solution que la BNB aurait prise facilement car elle estimait, depuis le mois d'août au moins, que la seule solution était de toute manière un démantèlement.

Die regelingen hadden Dexia kunnen redden als er geen *bankrun* had plaatsgevonden. Door geen beroep te doen op noodfinanciering heeft Dexia zichzelf uiteraard een voordien belangrijke liquiditeitsbron ontzegd; zulks had de markten evenwel waarschijnlijk niet kunnen kalmeren en zou, zodra een en ander werd opgemerkt, de paniek ontegenzeggelijk nog hebben aangewakkerd. De NBB had overigens sinds juni 2011 alles in gereedheid gebracht om de ELA te activeren, maar zelfs die beslissing had de NBB niet makkelijk genomen, aangezien die er — althans sinds augustus — van overtuigd was dat een ontmanteling hoe dan ook de enige oplossing vormde.

CHAPITRE 4

Les conditions de la Commission européenne et l'exécution du plan

L'interdiction d'accorder des aides d'État aux entreprises est un pilier fondamental de la politique européenne en matière de concurrence. Sauf dérogations prévues par le Traité CE, l'article 87, § 1^{er}, de ce traité dispose que "sont incompatibles avec le marché commun, dans la mesure où elles affectent les échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions". Cette interdiction s'applique naturellement aussi aux établissements financiers. Des dérogations à l'interdiction ne sont possibles que dans les cas cités dans les §§ 2 et 3 de l'article 87 du traité CE.¹

Les chapitres précédents décrivent les options tactiques et stratégiques des réformes intervenues après la crise de 2008. Ce chapitre retrace l'historique de l'élaboration du plan de redressement approuvé par la Commission européenne. Dans la foulée, il décrit les mesures convenues et examine, à la lumière des informations consignés dans les rapports d'activités de Dexia SA, dans quelle mesure les conditions ont été remplies. Le chapitre 6.1. traite, pour sa part, du contrôle, par la Commission européenne, de l'exécution du plan.

1. Discussions préalables à l'approbation

À la suite de l'aide au sauvetage accordée par les États belge, français et luxembourgeois, à l'occasion de l'augmentation de capital de 6 milliards d'euros (dont 5,2 milliards d'euros ont été considérés comme une aide d'État par la Commission), de la garantie fournie par ces mêmes États pour certains passifs de Dexia pour un montant maximal de 150 milliards d'euros (ramené, en novembre 2009, à 100 milliards d'euros), du support de liquidité urgent octroyé par la Banque nationale de Belgique (garanti par l'État belge) et de la garantie fournie par les États belge et français pour le portefeuille *Financial Products* de la FSA, la Commission a exigé que les États membres concernés présentent un plan de restructuration². Le plan de restructuration a été remis à la Commission en février 2009 et cette dernière a

¹ Chambre et Sénat (27 avril 2009), Rapport fait au nom de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire. (DOC 52 1643/002 (Chambre)-4-1100/1 (Sénat)).

² Aide NN 49/200/ du 19/11/2008, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/register/ii/by_case_nr_nn2008_0030.html#49

HOOFDSTUK 4

De voorwaarden van de Europese Commissie en de uitvoering van het plan

Verbod van staatssteun aan ondernemingen is een fundamentele pijler van het mededingingsbeleid van de Europese Gemeenschap. Behoudens afwijkingen waarin het EG Verdrag voorziet, aldus artikel 87, lid 1, "zijn steunmaatregelen van de staten of in welke vorm ook met staatsmiddelen bekostigd, die de mededinging door begunstiging van bepaalde ondernemingen of bepaalde producties vervalsen of dreigen te vervalsen, onverenigbaar met de gemeenschappelijk markt, voor zover deze steun het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig beïnvloedt". Dit geldt uiteraard ook voor financiële instellingen. Afwijkingen van het verbod zijn slechts mogelijk in de in lid 2 en lid 3 van artikel 87 EG Verdrag genoemde gevallen.¹

In de vorige hoofdstukken worden de tactische en strategische opties van de hervormingen na de crisis van 2008 beschreven. In dit hoofdstuk wordt de historiek van de totstandkoming van het door de Europese Commissie goedgekeurde herstelplan uiteengezet. Aansluitend worden de overeengekomen maatregelen beschreven en wordt nagegaan aan de hand van de verslaggeving in de jaarverslagen van Dexia NV in welke mate de voorwaarden werden vervuld. In hoofdstuk 6.1. wordt de controle door de Europese Commissie op de uitvoering van het plan behandeld.

1. Besprekingen voorafgaand aan de goedkeuring

Ingevolge de reddingssteun verleend door de Belgische, Franse en Luxemburgse Staat, ter gelegenheid van de kapitaalverhoging van 6 miljard euro (waarvan 5,2 miljard euro door de Commissie beschouwd werd als staatssteun), de garantie van deze zelfde Staten voor bepaalde passiva van Dexia tot maximaal 150 miljard euro (in november 2009 verlaagd tot 100 miljard euro), de urgente liquiditeitssteun door de Nationale Bank van België (gegarandeerd door de Belgische Staat) en de garantie van de Belgische en Franse Staat voor de *Financial Products* portefeuille van FSA, heeft de Commissie geëist dat de betrokken lidstaten een herstructureringsplan zouden indienen². Het herstructureringsplan werd in februari 2009 bij de Commissie ingediend en deze begon haar onderzoek

¹ Kamer en Senaat (27 april 2009), *Verslag namens de Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis*. (DOC 52 1643/002 (Kamer)-4-1100/1 (Senaat)).

² Steunmaatregel NN 49/200/ van 19/11/2008, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/register/ii/by_case_nr_nn2008_0030.html#49

commencé son examen en mars 2009. En préambule à cet examen, la Commission a précisé que, *“afin de limiter les effets anticoncurrentiels d’une aide, les règles européennes en matière d’aides d’État prévoient qu’un plan de restructuration doit permettre de rétablir dans un délai raisonnable la viabilité à long terme de l’entreprise, sur la base d’hypothèses réalistes. Après examen du plan notifié par les États membres, la Commission doit vérifier que ces critères soient remplis. En particulier, la Commission nourrit des doutes concernant la viabilité du modèle commercial proposé, l’apport d’une contribution propre suffisamment importante de la part de Dexia aux coûts de sa restructuration ainsi que les mesures compensatoires destinées à éliminer la distorsion de concurrence que l’aide d’État est susceptible d’engendrer.”*³

En février 2010, la Commission a approuvé ce plan de restructuration et a exposé les lignes de force de sa décision dans son communiqué de presse:

“Le plan de restructuration, amendé par les États membres le 9 février 2010 prévoit le repli du groupe sur ses activités bancaires de base et sur ses marchés historiques que sont la Belgique, la France et le Luxembourg. Dexia réduira son activité de financement du secteur public en dehors de ces marchés ainsi que son portefeuille obligataire, qui sera isolé dans une division spécifique de la banque, selon un plan d’amortissement prédéfini. Dexia SA devra par ailleurs poursuivre la réduction de ses activités de marché et cesser ses activités de négociation pour compte propre. En outre, Dexia devra améliorer la stabilité, la qualité et la maturité de ses sources de financement en respectant un certain nombre de ratios qui feront l’objet d’un suivi semestriel de la part de la Commission.

L’enquête approfondie menée par la Commission a également apaisé ses craintes en lui permettant de s’assurer que la valeur du portefeuille FSAM était conforme à sa communication sur les actifs dépréciés. En outre, la rémunération versée par Dexia aux autorités belges et françaises est supérieure à ce qu’exige la communication.

*La Commission conditionne son accord à la réalisation des engagements pris par les États membres quant au respect par Dexia des objectifs de réduction de la taille de bilan, de certains ratios de liquidité cibles et de la réalisation des mesures de restructuration notifiées.*⁴

³ European Commission Press Release IP/09/399, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/399&format=HTML&aged=1&language=FR&guiLanguage=en>

⁴ Commission européenne, communiqué de presse IP/10/201.

in maart 2009. Bij de aanvang van dit onderzoek stelde de Commissie dat *“Om de concurrentieverstorende effecten van steun te beperken, moet volgens de EU-staatssteunregels een herstructureringsplan worden ingediend waarmee binnen een redelijke termijn de levensvatbaarheid van de onderneming op lange termijn kan worden hersteld, op basis van realistische uitgangspunten. Na onderzoek van het door de lidstaten aangemelde plan moet de Commissie nagaan of deze criteria wel zijn vervuld. De twijfel van de Commissie betreft met name de volgende punten: de levensvatbaarheid van het voorgestelde businessmodel, de vraag of Dexia een voldoende grote eigen bijdrage aan de kosten van de herstructurering levert, en de compenserende maatregelen die nodig zijn om de mededingingsdistorsie weg te nemen die de staatssteun kan veroorzaken.”*³

In februari 2010 keurde de Commissie dit herstructureringsplan goed en zij zette in haar persbericht de krachtlijnen van haar besluitvorming uiteen:

“De Dexia-groep zal zich, in het herstructureringsplan (in de op 9 februari 2010 door de lidstaten aangepaste versie), terugplooiën op zijn basisbankactiviteiten en zijn traditionele markten (België, Frankrijk en Luxemburg). Dexia zal haar kredietverschaffing aan de publieke sector buiten deze markten inkrimpen. Ook zal zij haar obligatieportefeuille afsplitsen in een afzonderlijke bankdivisie, volgens een vooraf bepaald afschrijvingsplan. Dexia zal trouwens doorgaan met het inkrimpen van haar marktactiviteiten en haar trading-activiteiten voor eigen rekening stopzetten. Daarnaast moet Dexia de stabiliteit, kwaliteit en looptijd van haar financieringsbronnen verbeteren, door een aantal ratio’s in acht te nemen; de Commissie zal op de situatie halfjaarlijks toezicht houden.

Dankzij dit grondige onderzoek kon ook de bezorgdheid van de Commissie worden weggenomen of de waarde van de FSAM-portefeuille wel in overeenstemming was met de mededeling over de besmette activa. Bovendien ligt de vergoeding die Dexia de Belgische en Franse overheid betaalt, hoger dan in die mededeling wordt geëist.

*De Commissie verbindt aan deze goedkeuring wel de eis dat de verbintenissen van de lidstaten ten uitvoer worden gelegd waar het gaat om de inachtneming van de doelstellingen inzake de inkrimping van de balans, de inachtneming van bepaalde gerichte liquiditeitsratio’s en de tenuitvoerlegging van de aangemelde herstructureringsmaatregelen.*⁴

³ European Commission Press Release IP/09/399, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/399&format=HTML&aged=0&language=NL&guiLanguage=nl>

⁴ European Commission Press Release IP/10/201.

Ainsi qu'il a déjà été précisé, la Commission n'était disposée à approuver un plan de relance qu'à condition d'être convaincue de la viabilité à long terme de l'entreprise — ce qui (ainsi qu'il est apparu au cours des auditions) n'était pas gagné d'avance, eu égard au *business model* de Dexia, fondé sur un financement à court terme d'actifs à long terme et sur des marges limitées sur l'octroi de crédit au secteur des pouvoirs et collectivités locaux.

Les conditions finalement convenues sont le résultat de discussions et de négociations menées entre les États membres concernés et la Commission européenne sur la base d'un plan de relance (établi par l'institution concernée) et dans lesquelles la direction de Dexia elle-même s'est bien entendu fortement impliquée. Le premier plan de relance n'ayant pas été jugé suffisamment ambitieux par la Commission, la procédure a été relativement longue.

Les conditions sur lesquelles un accord a finalement pu être trouvé portaient principalement sur des mesures de promotion de la viabilité (comme le fait d'imposer des rendements minimums pour les crédits consentis aux pouvoirs locaux), sur l'identification d'une ligne de rapportage "*Legacy Portfolio Division*" distincte, sur le respect de certains ratios bilantaires et sur une réduction considérable du total du bilan pour la période allant jusqu'au 31 décembre 2014. Ainsi qu'il est également apparu lors des auditions, La Commission avait tout d'abord marqué sa préférence sur la création d'une "*bad bank*", afin de scinder, d'une part, les risques liés à certains actifs (*toxic assets*) et le déséquilibre fondamental dans le financement, et, d'autre part, les entités saines comme Dexia Banque (Belgique). Les États membres et Dexia n'ont toutefois pas souhaité un tel scénario. Un compromis politique a été trouvé sous la forme de la ligne de rapportage distincte *Legacy*, qui est vouée à disparaître progressivement (*deleveraging*).

D'après les témoignages recueillis lors des auditions, la Commission européenne et les États membres (incluant des représentants de Dexia) défendaient également au départ des points de vue divergents concernant la vente éventuelle de Denizbank et la politique en matière de dividendes.

Au départ, la Commission a estimé que la filiale turque Denizbank devait être cédée, notamment au motif qu'elle devait également, pour son financement, faire appel au reste du groupe. Dexia et les États membres ont toutefois estimé que la vente de Denizbank ne contribuerait guère à résoudre le problème de financement du groupe Dexia et qu'elle ne permettrait pas une amélioration du profil de risque global. En guise d'alternative, il a été convenu que les filiales italiennes

Zoals hiervoor gesteld is de Commissie slechts bereid een herstelplan goed te keuren op voorwaarde dat zij kan overtuigd zijn van de leefbaarheid op lange termijn van het bedrijf. Met het business model van Dexia, gebaseerd op korte termijnfinanciering van lange termijn activa en beperkte marges op de kredietverlening aan de sector van de lokale overheden en collectiviteiten, was dit niet onmiddellijk verworven (zoals ook bleek tijdens de hoorzittingen).

De voorwaarden die uiteindelijk werden afgesproken zijn het resultaat van besprekingen en onderhandelingen tussen de betrokken lidstaten en de Europese Commissie op basis van een herstelplan (opgesteld door de betrokken instelling) en uiteraard met grote betrokkenheid van de directie van Dexia zelf. Het eerste herstelplan werd door de Commissie niet ambitieus genoeg bevonden zodat het gehele proces vrij lang heeft geduurd.

De voorwaarden waarover uiteindelijk overeenstemming kon gevonden worden betroffen voornamelijk maatregelen ter bevordering van de leefbaarheid (zoals het opleggen van minimumrendementen voor kredieten aan de lokale overheden); het identificeren van een aparte rapporteringslijn "*Legacy Portfolio Division*"; het naleven van bepaalde balansratio's en een aanzienlijke vermindering van het balanstotaal over de periode tot 31 december 2014. Zoals ook tijdens de hoorzittingen is gebleken, had de Commissie in eerste instantie de voorkeur gegeven aan het creëren van een "*bad bank*" teneinde de risico's verbonden aan sommige activa (*toxic assets*) en het fundamentele onevenwicht in de financiering, af te scheiden van de gezonde entiteiten zoals Dexia Bank (België). De lidstaten en Dexia wensden echter niet tot zulk een scenario over te gaan en er werd een politiek compromis gevonden onder de vorm van de aparte rapporteringlijn *Legacy* met objectieven tot afbouw daarvan (*deleveraging*).

Andere punten waarover niet onmiddellijk eensgezindheid bleek te bestaan tussen de Europese Commissie en de Lidstaten (met daarbij vertegenwoordigers van Dexia) zijn, op basis van getuigenissen in de hoorzittingen de mogelijke verkoop van Denizbank en de dividendpolitiek.

De Commissie was initieel van mening dat de Turkse dochtergroep Denizbank diende afgestoten te worden, onder meer omdat deze voor zijn financiering ook een beroep moest doen op de rest van de groep. Dexia en de lidstaten meenden echter dat de verkoop van Denizbank maar weinig zou bijdragen aan het fundingprobleem van de groep Dexia en dat deze het globale risicoprofiel niet zou verbeteren. Als alternatief werd overeengekomen dat de Italiaanse en Spaanse dochterverenigingen

et espagnole Crediop et Sabadell seraient cédées, et la Commission a indiqué que le financement mis à disposition de Denizbank devait être réduit à zéro pour le 30 juin 2011 au plus tard.

Dans la logique de la Commission, logique selon laquelle les actionnaires doivent également contribuer au plan de relance, il est naturellement inconcevable que, tant qu'elle bénéficie d'une aide de l'État, une institution sauvée distribue des dividendes en espèces. Toutefois, en raison de la faiblesse de leur position financière, les actionnaires de référence belges, Holding communal et Arco, avaient besoin de tels revenus. La Commission a alors consenti, sous certaines conditions, telles qu'un bénéfice net suffisant, à ce que Dexia SA verse des dividendes sous la forme d'actions de bonus. Celles-ci n'entraînent effectivement aucun décaissement.

2. Les conditions du plan de redressement approuvé

L'annexe I de la décision n° C 9/2009 de la Commission européenne détaille les dispositions du plan de restructuration que la Commission contrôlera. En résumé, elle prévoit ce qui suit:

— Les engagements s'appliquent jusqu'au 31 décembre 2014.

Jusqu'au 31 décembre 2011, les intéressés ne se porteront pas acquéreurs de plus de 5 % du capital d'autres établissements de crédit, sociétés d'assurance ou entreprises d'investissement, sauf autorisation de la Commission.

— Dexia s'interdit de prêter à ses clients PWB à un niveau de *risk-adjusted return on capital* (RAROC) inférieur à 10 %. Le calcul du RAROC rapporte la marge nette après impôts au capital économique. Un expert Indépendant sera mandaté afin de vérifier tous les six mois le calcul du RAROC et les crédits concernés.

— Dexia réduira à zéro le montant des financements à la DenizBank au plus tard le 30 juin 2011 et s'engage à ne lui accorder aucun financement intra-groupe nouveau jusqu'au 31 décembre 2014.

— Dexia réduira la part des financements à court terme et augmentera la durée de vie moyenne de ses financements à long terme au moyen de trois indicateurs:

pen Crediop en Sabadell zouden afgestoten worden en stelde de Commissie dat de financiering aan Denizbank tegen 30 juni 2011 moest weggewerkt worden.

In de logica van de Commissie dat de aandeelhouders ook hun bijdrage moeten leveren aan het herstelplan is het uiteraard niet denkbaar dat een geredde instelling, zolang hij Staatssteun geniet cashdividenden zou uitkeren. De Belgische referentieaandeelhouders, Gemeentelijke Holding en Arco, hadden omwille van hun zwakke financiële positie echter nood aan zulke inkomsten. De Commissie heeft er dan mee ingestemd dat onder bepaalde voorwaarden, zoals voldoende nettowinst, Dexia NV dividenden onder de vorm van bonusaandelen zou kunnen uitkeren. Deze hebben inderdaad geen cash outflow tot gevolg.

2. De voorwaarden van het goedgekeurde herstelplan

Bijlage I van de beslissing van de Europese Commissie nr. C 9/2009 bevat het detail van de bepalingen van het herstructureringsprogramma waarop de Commissie zal toezien. Samengevat wordt het volgende voorzien:

— De engagementen lopen tot 31 december 2014.

Tot 31 december 2011 zullen de betrokken actoren geen participaties van meer dan 5 % in het kapitaal van andere krediet-, verzekerings- of beleggingsinstellingen verwerven.

— Dexia verbindt zich ertoe geen kredieten aan PWB-cliënten te verstrekken tegen een *risk-adjusted return on capital* (RAROC) van minder dan 10 %. De RAROC berekening is de verhouding tussen de netto marge, na belastingen, en het economisch kapitaal. Een onafhankelijk expert zal elke zes maand een nazicht van de RAROC berekening en de betrokken kredietverlening uitvoeren.

— Tegen 30 juni 2011 zal Dexia de financiering aan Denizbank tot nul terugbrengen en geen verdere intragroepsfinanciering meer toestaan tot 31 december 2014.

— Dexia zal zijn korte termijnfinanciering verminderen en de gemiddelde duur van de lange termijnfinanciering verlengen op basis van drie indicatoren:

- Dexia maintiendra le *ratio* “financements de court terme/taille totale de bilan”, de 30 % le 31 décembre 2009 à un niveau inférieur ou égal à 23 % le 31 décembre 2010, à 20 % le 31 décembre 2013, à 11 % le 31 décembre 2014 et le *ratio* sera également suivi en moyenne annuelle

- La durée de vie moyenne (en années) des passifs du groupe aura un niveau de duration supérieur ou égal aux niveaux ci-dessous le 31 décembre de chaque année de 2009 à 2014: 2,68; 2,88; 3,08; 3,28; 3,48; 3,68.

- Le *ratio* entre la somme des financements sous forme de “*covered bonds*” et sous forme de dépôts commerciaux “RCB” et “PWB” d’une part, et la somme de tous les actifs du groupe, d’autre part, sera supérieur ou égal aux niveaux ci-dessous le 31 décembre de chaque année de 2009 à 2014: 36 %; 40 %, 45 %; 53 %; 55 %; 58 %.

— Dexia n’utilisera pas son statut de banque bénéficiaire d’une garantie des États pour des opérations d’arbitrage et n’en fera pas mention dans sa publicité commerciale.

— D’ici le 30 juin 2010, Dexia mettra en place une “*Legacy Portfolio Management Division*”. Les actifs affectés à cette ligne seront les portefeuilles CSP/PSP (pour un montant estimé à environ 134 milliards d’euros au 31 décembre 2009), le portefeuille FP (pour un montant estimé à environ 10,7 milliards d’euros au 31 décembre 2009) et le portefeuille “*non-core PWB loans*” (17 milliards d’euros). Les financements bénéficiaires de la garantie des États seront intégralement affectés au portefeuille *Legacy*.

— Dexia ne distribuera pas de dividende ni ne procédera à un remboursement discrétionnaire ou à un paiement de coupon sur des instruments hybrides Tier 1 ou Tier 2, sauf si (après paiement) le Core Tier 1 du Groupe Dexia (i) demeure supérieur ou égal à 10,7 % (31 décembre 2009); 10,6 % (31 décembre 2010);...; 10,2 % (31 décembre 2014) et à 12,5 % des actifs pondérés par les risques de la *Legacy Portfolio Management Division* et (ii) 9,5 % des actifs pondérés par les risques des autres activités (*Core Division*), exception faite cependant des bénéfices distribuables au sens de l’article 617 du Code des sociétés.

— Dexia ne distribuera aucun dividende sur des actions ordinaires jusqu’au 31 décembre 2011, sauf si cette distribution de dividendes est réalisée par attribution d’actions nouvelles, si son montant est conforme au point précédent et est inférieur ou égal à 40 % du résultat net de 2009 (pour les attributions réalisées en 2010) ou de 2010 (pour les attributions réalisées en 2011).

- Dexia zal de korte termijn/totaal balans behouden van 30 % per 31 december 2009 tot maximum 23 % per 31 december 2010; 20 % per 31 december 2013; 11 % per 31 december 2014 en gemiddeld gedurende elk jaar.

- De gemiddelde looptijd (in jaar) van de passiva van de groep zal ten minste overeenkomen met de volgende looptijd per 31 december van elk der jaren van 2009 tot 2014: 2,68; 2,88; 3,08; 3,28; 3,48; 3,68;

- De *ratio* tussen de enerzijds de financiering onder de vorm van *covered bonds* en commerciële deposito’s “RCB” en “PWB” en anderzijds alle activa van de groep zal ten minste als volgt zijn op 31 december van elk der jaren 2009 tot 2014: 36 %; 40 %, 45 %; 53 %; 55 %; 58 %.

— Dexia zal geen gebruik maken van zijn bankstaatsrecht, in verband waarmee een staatswaarborg geldt, voor arbitrageverrichtingen en er zal geen melding van gemaakt worden in commerciële publiciteit.

— Dexia zal tegen 30 juni 2010 een “*Legacy Portfolio Management Division*” opzetten met daarin de CSP/PSP portefeuilles (ong. 134 miljard euro per 31 december 2009); de FP portefeuille (ong. 10,7 miljard euro) en de *non-core PWB loans* portefeuille (17 miljard euro). De financiering opgehaald met Staatswaarborg wordt integraal geaffecteerd aan de *Legacy* portefeuille.

— Dexia zal geen dividend uitkeren en geen discretionaire terugbetaling of couponbetaling doen op de hybride instrumenten Tier 1 of Tier 2, behalve indien (na uitbetaling) de Core Tier 1 van de Dexia Groep (i) hoger dan of gelijk blijft aan 10,7 % (31 december 2009); 10,6 % (31 december 2010); ...; 10,2 % (31 december 2014) en (ii) 12,5 % van de *risk weighted assets* van de *Legacy Portfolio Management Division* en 9,5 % van de *risk weighted assets* van de andere activiteiten (*Core Division*). Uitzondering wordt evenwel gemaakt voor uitkeerbare winsten in de zin van artikel 617 van het Wetboek vennootschappen.

— Dexia zal tot 31 december 2011 geen dividenduitkering op gewone aandelen uitvoeren, behalve indien deze geschiedt onder vorm van toekenning van nieuwe aandelen, voldoet aan voorgaand punt en kleiner dan of gelijk is aan 40 % van de netto winst van 2009 (voor toekenningen in 2010) of 2010 (voor toekenningen in 2011).

— Dexia respectera les principes de rémunération fixés dans le cadre du G-20 et des instances nationales en ce qui concerne la rémunération des membres des comités de direction et exécutifs de Dexia SA et de ses principales entités opérationnelles.

— Dexia appliquera des restrictions conformément au plan de restructuration soumis le 17 décembre 2009:

- Dexia réduira la production PWB à 12 milliards d'euros en 2009 à 15 milliards d'euros en 2010 et à 18 milliards d'euros de 2011 à 2014.

- Dexia réduira ses coûts d'exploitation de 15 % avant le 31 décembre 2012.

- Dexia ne prendra pas de risques pour compte propre dans ses activités de trading et diminuera de 44 % la valeur du risque moyen annuel.

- Dexia renoncera à l'inscription de l'obligation convertible Dexia BIL de 376 millions d'euros que le Luxembourg se serait engagé à souscrire.

— Le recours aux garanties d'État est soumis à des restrictions: pour les contrats de dépôt aux dépôts conclus avant le 31 mars 2010; pour les émissions à moins d'un an conclues avant le 31 mai 2010 et pour l'ensemble des autres émissions ou contrats jusqu'au 30 juin 2010. En aucun cas le montant des encours ne pourra excéder 100 milliards d'euros et une rémunération additionnelle progressive (de 50 à 80 points de base) sera imposée en cas de dépassement de certains seuils.

— Cession de certains actifs suivant le calendrier indiqué:

- Crediop (70 %): 31 octobre 2012 (moyennant obtention d'un prix déterminé)

- Dexia Epargne-Pension (DEP), filiale de DIB: 1^{er} semestre 2010

- AdInfo (51 %)

- Participation dans SPE: 31 décembre 2010

- Participation de 20 % dans le Crédit du Nord: cession réalisée le 11 décembre 2009

- Fermeture de 80 agences en Belgique

- Arrêt de certaines activités de RCB International

— Dexia zal de verloningsprincipes vastgelegd in het kader van de G-20 en de nationale overheden respecteren ten aanzien van de verloning van de leden van het directie- en uitvoerend comité van Dexia NV en de belangrijkste operationele entiteiten.

— Dexia zal beperkingen opleggen ingevolge het herstructureringsplan voorgelegd op 17 december 2009:

- Dexia zal de PWB-productie beperken tot maximum 12 miljard euro in 2009; 15 miljard euro in 2010; 18 miljard euro van 2011 tot 2014.

- Dexia zal zijn exploitatiekosten vóór 31 december 2012 met 15 % doen dalen.

- Dexia zal geen risico's nemen inzake *trading* voor eigen rekening en zal de waarde van het gemiddelde jaarlijks risico met 44 % doen afnemen.

- Dexia zal verzaken aan de inschrijving van de converteerbare obligatie van Dexia BIL van 376 miljoen euro die de Luxemburgse overheid zou gedaan hebben.

— Het beroep op de Staatsgaranties wordt aan beperkingen onderworpen: voor depositocontracten tot deposito's afgesloten vóór 31 maart 2010; voor uitgiften op minder dan één jaar afgesloten vóór 31 mei 2010 en voor alle andere uitgiften of contracten tot 30 juni 2010. In geen geval mag het uitstaand bedrag 100 miljard euro overschrijden en een progressieve bijkomende vergoeding (van 50 tot 80 basispunten) wordt opgelegd bij overschrijding van bepaalde drempels.

— Afstoten van bepaalde activa volgens de aangegeven kalender:

- Crediop (70 %): 31 oktober 2012 (mits bekomen van een bepaalde prijs)

- Dexia Epargne-Pension (DEP), filiaal van DIB: 1ste semester 2010

- AdInfo (51 %)

- Participatie in SPE: 31 december 2010

- Participatie 20 % in Crédit du Nord: gerealiseerd 11 december 2009

- Sluiting 80 agentschappen in België

- Stopzetting bepaalde activiteiten RCB International

- Participation dans Dexia Banka Slovensko (DBS): 31 octobre 2012 (moyennant obtention d'un prix déterminé)

- Arrêt et gestion extinctive de certaines activités de PWB international

- Cession de FSA (réalisée le 1^{er} juillet 2009) et cession des parts dans *Assured Guaranty* (AGO): 31 décembre 2011

- Cession de la participation de 49 % dans Kommunalkredit Austria (KA), réalisée au 4^e trimestre 2008

- Cession de Deniz Emeklilik (filiale d'assurances de Denizbank): 31 octobre 2012

- Participation de 60 % dans Dexia Sabadell: 31 décembre 2013

- Cession accélérée du portefeuille obligataire de 15 milliards d'euros par an en 2010 et en 2011; 10 à 15 milliards d'euros en 2012 et 5 à 10 milliards d'euros par an en 2013 et 2014

- Gestion extinctive des activités de *Standby Bond Purchase Agreements* (SBPA) et *Tender Option Bonds* (TOB) aux États-Unis et au Canada, conformément au plan de restructuration du 17 décembre 2009

— Réduction de la taille de bilan:

- de 35 % d'ici le 31 décembre 2014 par rapport au 31 décembre 2008: 651 milliards d'euros au 31 décembre 2008; 580 milliards d'euros le 31 décembre 2009; 536 milliards d'euros le 31 décembre 2010; 509 milliards d'euros le 31 décembre 2011; 450 milliards d'euros le 31 décembre 2012; 430 milliards d'euros le 31 décembre 2013; 427 milliards d'euros le 31 décembre 2014. Ces montants sont adaptés en fonction de l'évolution de la valeur de marché des produits dérivés inscrits au bilan, telle qu'elle est décrite dans le plan de restructuration, pour autant que cette divergence ne résulte pas d'une augmentation significative du montant notionnel de ces produits dérivés.

- Le bilan de *Core Division* s'établira à 401 milliards d'euros le 31 décembre 2010; 403 milliards d'euros le 31 décembre 2011; 363 milliards d'euros le 31 décembre 2012; 353 milliards d'euros le 31 décembre 2013; 353 milliards d'euros le 31 décembre 2014.

- Participatie in Dexia Banka Slovensko (DBS): 31 oktober 2012 (mits bekomen van een bepaalde prijs)

- Stopzetting en uitdovend beheer van sommige activiteiten van PWB International

- Overdracht van FSA (gerealiseerd 1 juli 2009) en overdracht van de aandelen in *Assured Guaranty* (AGO): 31 december 2011

- Cessie participatie 49 % in Kommunalkredit Austria (KA), gerealiseerd 4^e trimester 2008

- Deniz Emeklilik (verzekeringsochters Denizbank): 31 oktober 2012

- Participatie 60 % in Dexia Sabadell: 31 december 2013

- Versnelde overdracht obligatieportefeuille met 15 miljard euro per jaar in 2010 en 2011; 10 tot 15 miljard euro in 2012 en 5 tot 10 miljard euro per jaar in 2013 en 2014

- Uitdovend beheer van de activiteiten van *Standby Bond Purchase Agreements* (SBPA) en *Tender Option Bonds* (TOB) in USA/Canada, conform het herstructureringsplan van 17 december 2009

— Balansvermindering:

- Met 35 % tegen 31 december 2014 ten opzichte van 31 december 2008: 651 miljard euro per 31 december 2008; 580 miljard euro per 31 december 2009; 536 miljard euro per 31 december 2010; 509 miljard euro per 31 december 2011; 450 miljard euro per 31 december 2012; 430 miljard euro per 31 december 2013; 427 miljard euro per 31 december 2014. Deze bedragen worden aangepast in functie van de evolutie van de marktwaarde van de afgeleide producten op de balans zoals beschreven in het Herstructureringsplan voor zover deze afwijking niet voortkomt uit een belangrijke verhoging van het notionele bedrag van deze afgeleide producten.

- De balans van de *Core Division* zal 401 miljard euro bedragen op 31 december 2010; 403 miljard euro op 31 december 2011; 363 miljard euro op 31 december 2012; 353 miljard euro op 31 december 2013; 353 miljard euro op 31 december 2014.

— Si certaines cessions ne sont pas réalisées dans le délai prévu et en l'absence d'approbation par la Commission, des mandataires seront nommés (suivant certaines modalités) en vue de réaliser la cession.

— Certaines modalités d'exécution sont prévues, notamment la désignation d'un expert indépendant qui fera rapport sur les points précédents chaque semestre, pour le 1^{er} octobre et le 30 avril de chaque année. Si les objectifs ne sont pas atteints, une période de sursis est octroyée (6 mois). Si cela ne suffit pas, la Commission peut imposer des mesures supplémentaires, telles que prévues par la *Communication de la Commission pour les Restructurations Bancaires*. Il peut s'agir de mesures structurelles (comme la vente d'une entité du groupe ou une réduction de bilan supplémentaire par la vente d'actifs). Si de nouvelles mesures d'aide étaient nécessaires pour garantir le respect des obligations, les États membres les notifieront en temps voulu.

— L'État français veillera à ce que les collectivités locales françaises développent une pratique de mise en concurrence lors de leurs opérations d'approvisionnement en argent ou en capital.

— Le gouvernement belge contrôlera, en coopération avec les Régions, la publication des avis de marchés des pouvoirs publics locaux.

— L'annexe II contient des détails concernant des définitions et le mode de calcul du RAROC:

$$EC_{t=0} = \sum_{t=1}^T (\text{Revenues}_t - EL_t - \text{Costs}_t) \times (1 - \text{taxes}) + (EC_{t-1} - EC_t) / (1 + \text{RAROC})_t$$

Revenues = produits
 EC = capital économique
 EL = *expected loss*
 Costs = coûts affectés à la transaction dans le cadre du métier
 Taxes = impôts

3. La mise en œuvre du plan de restructuration

Les informations fournies par Dexia SA sur la mise en œuvre du plan de redressement, telles qu'elles figurent dans les rapports annuels 2009 et 2010, sont assez positives.

Le rapport annuel 2009⁵ décrit la situation comme suit:

⁵ Dexia SA, Rapport annuel 2009, Message des Présidents.

— Indien bepaalde cessies niet binnen het voorziene tijdschema worden uitgevoerd en bij afwezigheid van goedkeuring daarvan door de Commissie zullen gevolmachtigden worden aangesteld (volgens bepaalde modaliteiten) om de cessie te realiseren.

— Bepaalde uitvoeringsmodaliteiten worden voorzien, waaronder het aanstellen van een onafhankelijk deskundige die elk semester over de voorgaande punten zal rapporteren vóór 1 oktober en 30 april van elk jaar. Bij het niet bereiken van de doelstellingen wordt een periode van uitstel verleend (6 maand). Indien dan nog niet voldaan wordt kan de Commissie bijkomende maatregelen opleggen zoals bepaald in de *Communication de la Commission pour les Restructurations Bancaires*. Deze kunnen bestaan uit structurele maatregelen (zoals de verkoop van een entiteit van de groep of bijkomende balansvermindering door verkoop van activa). Indien nieuwe hulpmaatregelen nodig zouden zijn om het nakomen van de verplichtingen te garanderen, zullen de lidstaten deze tijdig notificeren.

— De Franse Staat zal erover waken dat de Franse lokale collectiviteiten een praktijk ontwikkelen op het vlak van concurrentiestelling voor hun bevoorrading in geld of kapitaal.

— De Belgische regering zal, in samenwerking met de Gewesten, de publicatie controleren van de aanbestedingsbesluiten van de lokale overheden.

— Bijlage II bevat details in verband met definities en berekeningswijze van de RAROC:

Revenues = opbrengsten
 EC = economisch kapitaal
 EL = *expected loss* (verwacht verlies)
 Costs = kosten toegewezen aan de transactie in het kader van de métier
 Taxes = belastingen

3. De uitvoering van het herstructureringsplan

De berichtgeving over de uitvoering van het herstelplan in de jaarverslagen van 2009 en 2010 van Dexia NV is vrij positief.

Het jaarverslag 2009⁵ beschrijft de situatie als volgt:

⁵ Dexia NV, Jaarverslag 2009, Woord van de Voorzitters

“En rejoignant Dexia au plus fort de la crise en octobre 2008, nous nous sommes fixé un objectif unique: sauver le groupe pour lui bâtir un avenir durable. Ensemble, nous avons pris des engagements clairs et précis, et lancé une profonde transformation de notre entreprise. Aujourd’hui, l’essentiel de ces engagements est tenu et, au prix d’un travail considérable réalisé par tous, nous sommes en avance sur notre plan de marche initial.

Nous pouvons être fiers du chemin parcouru. En février dernier, les avancées de notre plan de transformation ont été reconnues par la Commission européenne, qui a validé notre plan de restructuration.

Nous avons à répondre à une première urgence: rétablir la situation de liquidité de Dexia. La tâche n’est pas terminée, mais nous avons dépassé nos objectifs. La moitié du programme de refinancement à moyen et long terme, qui s’élève à 46 milliards d’euros en 2009, a été réalisée sans l’aide de la garantie des États. Il s’agit d’un signal très encourageant pour le retour à l’autonomie de refinancement du groupe, signal qui nous a poussés à accélérer le calendrier de sortie de la garantie sur nos financements. Au 31 décembre 2009, nous avons cédé 16,5 milliards d’euros d’obligations, avec un impact limité sur les comptes. Tous ces éléments se sont traduits par une forte réduction de notre dépendance aux financements à court terme.

Nous nous étions également engagés à l’égard du conseil d’administration à réduire notre exposition aux États-Unis via la cession de notre filiale de rehaussement de crédit FSA. C’est chose faite depuis le 1^{er} juillet dernier, date à laquelle nous avons cédé 400 milliards de dollars d’exposition sur le marché américain. Le portefeuille Financial Products, que nous conservons après la vente de FSA, a été mis en run-off et bénéficie d’une garantie des États belge et français.”

En 2009, la cession de 20 % de participation dans le Crédit du Nord a été réalisée et un certain nombre d’établissements de *private banking* ont été vendus ou fermés. En juillet 2009, la cession importante de FSA Insurance (abstraction fait du portefeuille *Financial Products*) à Assured Guarantee a été réalisée. L’investissement de 49 % dans le *Kommunalkredit Austria* a également été liquidé en 2009 et un certain nombre de petits établissements étrangers ont été cédés ou démantelés.

C’est au cours de la même année que des obligations d’un montant de 16,5 milliards d’euros (dont 15 milliards

“Toen we in oktober 2008, op het hoogtepunt van de crisis, aan onze opdracht bij Dexia begonnen, hadden we slechts één doel voor ogen: de Groep redden en hem een duurzame toekomst bieden. Samen hebben we duidelijke engagementen genomen en een grondige hervorming van onze onderneming op gang gebracht. Vandaag hebben we het grootste deel van die engagementen concreet gestalte gegeven en liggen we dankzij een grote inspanning van iedereen voor op ons aanvankelijk plan.

We mogen trots zijn op de weg die we hebben afgelegd. In februari laatstleden kreeg de vooruitgang die we hadden geboekt de erkenning van de Europese Commissie, die ons herstructureringsplan dan ook goedkeurde.

We moesten een dringend probleem oplossen, namelijk de liquiditeitssituatie van Dexia weer in evenwicht brengen. De opdracht is nog niet volbracht, maar we hebben onze doelstellingen wel ruimschoots gehaald. De helft van het financieringsprogramma op middellange en lange termijn ten belope van 46 miljard euro in 2009, werd verwezenlijkt zonder de hulp van de staatswaarborg. Dat is erg bemoedigend met het oog op het herwinnen van onze autonomie op het vlak van de financieringen, en maakt dat we ons sneller van de staatswaarborg zullen kunnen ontdoen. Op 31 december 2009 verkochten we voor 16,5 miljard euro aan obligaties, met een beperkte impact op onze rekeningen. Al die elementen leiden tot een vermindering van onze afhankelijkheid van kortetermijnfinancieringen.

We waren ten aanzien van de raad van bestuur eveneens de verbintenis aangegaan om ons risico in de Verenigde Staten terug te schroeven door de verkoop van onze kredietverzekeraarsdochter FSA. Op 1 juli laatstleden was die verkoop afgerond: op die datum hebben we ons definitief ontdaan van een risico ten belope van 400 miljard dollar op de Amerikaanse markt. De Financial Products-portefeuille die we behouden na de verkoop van FSA, wordt verder afgebouwd en geniet de waarborg van de Belgische en de Franse overheid.”

In 2009 werd de verkoop van de 20 % deelneming in *Crédit du Nord* gerealiseerd en werden een aantal *private banking* vestigingen verkocht of gesloten. In juli 2009 werd de belangrijke verkoop van FSA Insurance (exclusief de portefeuille *Financial Products*) aan Assured Guarantee gerealiseerd. De investering van 49 % in *Kommunalkredit Austria* werd eveneens van de hand gedaan in 2009 en er werden een aantal kleinere buitenlandse vestigingen verkocht of afgebouwd.

In dat jaar werden ook voor 16,5 miljard euro obligaties (waarvan 15 miljard euro van de portefeuille in

d'euros provenant du portefeuille en extinction) et des prêts d'un montant de 1,7 milliard d'euros ont été cédés et que la position de liquidité a été améliorée par la collecte de fonds de 45,7 milliards d'euros à moyen et à long terme.

Le rapport annuel de 2010⁶ poursuit sur le même ton positif en ce qui concerne les restructurations:

“S’inscrivant dans cette démarche de transformation, l’année 2010 fut une année de transition importante, marquée par deux objectifs prioritaires: l’accélération de notre restructuration financière et le développement de nos franchises commerciales, en ligne avec nos objectifs.

Tout au long de l’année, nous nous sommes employés, malgré un environnement économique instable, à accélérer la restructuration financière, ce qui s’est traduit par une cession d’actifs rapide et une amélioration substantielle de notre profil de liquidité.

Nous avons poursuivi la mise en œuvre de notre plan de cession selon le programme convenu avec la Commission européenne, cédant différentes participations et entités ainsi qu’un total de 27,2 milliards d’euros d’obligations et de prêts gérés en extinction. Ces cessions se sont traduites par une réduction de la taille de notre bilan de 18 % depuis fin 2008.

En termes de liquidité, la poursuite des efforts entamés dès fin 2008 a conduit à une amélioration rapide et matérielle de la situation du groupe. Notre besoin de financement à court terme a ainsi été réduit de 141 milliards d’euros par rapport au maximum atteint en octobre 2008 et s’élève désormais à 119 milliards d’euros fin décembre 2010. Nous avons d’autre part amélioré la qualité de nos sources de financement en rééquilibrant notre profil de liquidité vers un financement à plus long terme, basé sur des ressources stables, collectées pour une part croissante auprès de nos clients.

Ces efforts nous ont permis de nous affranchir définitivement de la garantie des États belge, français et luxembourgeois sur nos financements depuis le 30 juin 2010. Dans un environnement économique et financier particulièrement tendu, sur fonds de crise de la dette souveraine de certains États européens, nous avons retrouvé notre pleine autonomie de financement, attestant de la solidité des progrès accomplis en termes de structure financière.”.

⁶ Dexia SA, Rapport annuel 2010, Message des Présidents.

afbouw) en voor 1,7 miljard euro leningen verkocht en werd de liquiditeitspositie verbeterd door het ophalen van 45.7 miljard euro *funding* op half lange en lange termijn.

Het jaarverslag van 2010⁶ zet de positieve toon in verband met de herstructurerings verder:

“2010 is als onderdeel van dat hervormingspad een belangrijk overgangsjaar, dat werd gekenmerkt door twee prioritaire doelstellingen: de versnelling van onze financiële herstructurering en de uitbouw van onze commerciële activiteiten en markten, in lijn met onze doelstellingen.

In de loop van het jaar hebben we ons, ondanks een instabiele economische omgeving, toegelegd op de financiële herstructurering. Dit kwam tot uiting in een snelle verkoop van de activa en een substantiële verbetering van ons liquiditeitsprofiel.

We hebben voortgewerkt aan de implementatie van ons verkoopprogramma, zoals afgesproken met de Europese Commissie. Diverse deelnemingen en entiteiten worden afgestoten en voor in totaal 27,2 miljard euro aan obligaties en leningen in afbouw werden verkocht. Die verkooptransacties hebben geleid tot een inkrimping van onze balans met 18 % sinds eind 2008.

We hebben de inspanningen op het vlak van de liquiditeit, die sinds eind 2008 waren ingezet, voortgezet, wat geleid heeft tot een snelle en materiële verbetering van de situatie van de Groep. Onze financieringsbehoeften op korte termijn werden zodoende verminderd met 141 miljard euro in vergelijking met het piekniveau van oktober 2008, en kwamen eind december 2010 uit op 119 miljard euro. We hebben aan de andere kant de kwaliteit van onze fundingbronnen verbeterd door weer evenwicht te brengen in ons liquiditeitsprofiel met het oog op een financiering op langere termijn, die gebaseerd is op stabiele bronnen die voor een steeds groter deel worden ingezameld bij onze klanten.

Dankzij die inspanningen konden we ons vanaf 30 juni 2010 definitief ontdoen van de staatswaarborg van de Belgische, Franse en Luxemburgse overheid voor onze financieringen. In een gespannen economisch en financieel klimaat, dat mede werd gekenmerkt door de soevereineschuldencrisis van bepaalde Europese landen, zijn we nu weer volledig autonoom voor onze financieringen. Dat vormt een bewijs van het degelijke karakter van de vooruitgang die werd geboekt op het vlak van de financiële structuur.”.

⁶ Dexia NV, Jaarverslag 2010, Woord van de Voorzitters.

En application de la convention conclue avec la Commission européenne, Dexia a cédé en 2010 les actions d'*Assured Guarantee* qui étaient en sa possession depuis la vente de l'activité d'assurance de FSA. De même, les participations dans SPE et la participation de 51 % dans Adinfo ont été vendus et la filiale Dexia Epargne Pension a été cédée.

Le portefeuille *Legacy Division* a été réduit de 22,5 milliards d'euros, principalement par la vente d'obligations (18,8 milliards d'euros). Par ailleurs, des prêts non stratégiques d'un montant de 4,8 milliards d'euros de *Public and Wholesale Banking* ont été cédés. Avec la vente de 3,6 milliards d'euros d'obligations du portefeuille ALM de la *Core Division*, c'est donc un total de 27,2 milliards d'euros d'obligations et de prêts qui ont été vendus. Depuis le début du plan de transformation en octobre 2008, 52,4 milliards d'euros d'obligations et de prêts ont été vendus.

En ce qui concerne l'amélioration de la position de liquidité, les besoins de financement à court terme ont pu être réduits en 2010 de 48 milliards d'euros (de 141 milliards d'euros au total depuis octobre 2008), grâce aux ventes précitées de prêts et d'obligations, à la mise en œuvre du programme de refinancement à long terme, à la limitation de la production de nouveaux prêts au secteur public et à l'augmentation des dépôts. Aussi a-t-on pu mettre un terme, en juin 2010, au financement garanti par les États. L'encours des transactions garanties s'élevait à 44,4 milliards d'euros au 31 décembre 2010 contre 50,4 milliards d'euros une année plus tôt.

En matière d'économies au niveau des coûts, une réduction de 10 % a été réalisée par rapport à 2008 (par comparaison avec l'objectif de réduction de 15 % d'ici le 31 décembre 2011).

Le contrôle de ces réalisations du plan a été effectué par l'expert désigné (*trustee*) pour la Commission et est examiné au chapitre 6 de la présente partie.

In uitvoering van de overeenkomst met de Europese Commissie, verkocht Dexia tijdens 2010 de aandelen van *Assured Guarantee* die het in zijn bezit had sinds de verkoop van de verzekeringsactiviteit van FSA. Tevens werden de deelnemingen in SPE en het belang van 51 % in Adinfo verkocht en de dochteronderneming *Dexia Epargne Pension* afgestoten.

De *Legacy Division* portefeuille werd verminderd met 22,5 miljard euro, voornamelijk door de verkoop van obligaties (18,8 miljard euro). Daarnaast werden voor 4,8 miljard euro niet-strategische leningen van de *Public and Wholesale Banking* van de hand gedaan. Samen met de verkoop van 3,6 miljard euro obligaties uit de ALM portefeuille van de *Core Division* werd dus een totaal van 27,2 miljard euro aan obligaties en leningen verkocht. Sinds de start van het hervormingsplan in oktober 2008 werden in totaal 52,4 miljard euro aan obligaties en leningen verkocht.

Op het vlak van de verbetering van de liquiditeitspositie konden de financieringsbehoeften op korte termijn in 2010 gereduceerd worden met 48 miljard euro (in totaal sinds oktober 2008 met 141 miljard euro) dank zij de hiervoor vermelde verkopen van leningen en obligaties, de uitvoering van het programma voor herfinanciering op lange termijn, het beperken van de productie van nieuwe leningen aan de openbare sector en een toename van de deposito's. In juni 2010 kon dan ook een einde gemaakt worden aan de financieringen met staatswaarborg. De nog uitstaande gewaarborgde transacties bedroegen 44,4 miljard euro op 31 december 2010 tegenover 50,4 miljard euro een jaar eerder.

Op het vlak van de kostenbesparingen werd een vermindering gerealiseerd van 10 % ten opzichte van 2008 (in vergelijking met de verbintenis tot vermindering met 15 % tegen 31 december 2011).

De controle op deze verwezenlijkingen van het plan werd voor de Commissie uitgevoerd door de aange-stelde deskundige (*trustee*) en wordt behandeld in hoofdstuk 6 van dit deel.

CHAPITRE 5

La gouvernance

La bonne gouvernance est une des pierres angulaires du bon fonctionnement des entreprises et du système économique-financier. Durant la période qui a précédé le sauvetage de 2008, la stratégie et la politique du groupe Dexia présentaient un certain nombre de faiblesses importantes, comme la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire l'avait déjà constaté en 2009. Nous expliquons dans le présent chapitre le fonctionnement et l'influence des principaux acteurs de gouvernance — le comité de direction, le conseil d'administration et ses comités, les actionnaires et les filiales — durant la période allant d'octobre 2008 à octobre 2011.

Pour pouvoir analyser cette partie, nous avons pu consulter les procès-verbaux des conseils d'administration et des principaux comités de Dexia SA, DBB et DCL (expurgés des références à l'organe de surveillance français) ainsi que certains documents sous-jacents sélectionnés et certains procès-verbaux du comité de direction. Ces aspects ont été abordés de manière plus détaillée au cours des réunions de la commission spéciale chargée d'examiner les circonstances qui ont contraint au démantèlement de la SA Dexia.

1. L'organisation du groupe

Après le sauvetage du groupe, sa structure est naturellement restée inchangée, dans un premier temps, dès lors que ni l'option d'une scission, ni celle de la création d'une structure de défaisance (*bad bank*) n'avait été retenue. La première modification importante apportée à la structure fut la vente de FSA. Cependant, comme il s'agissait d'une filiale de DCL, cette vente n'a pas modifié fondamentalement la structure du groupe.

Immédiatement après le sauvetage, des modifications ont naturellement été apportées à la composition des principaux organes du groupe, comme le conseil d'administration, ses comités et le comité de direction. Ces modifications étaient nécessaires afin de combler au plus vite les principales lacunes concernant la gestion du groupe et des risques.

Ainsi qu'il a également été constaté lors de l'examen réalisé par les trois autorités de surveillance (*Core College* composé des autorités de surveillance belge, française et luxembourgeoise) à la suite de la débâcle de 2008, il y avait lieu d'intervenir dans de nombreux domaines de la gouvernance. La supervision et le contrôle des risques étaient insuffisants au

HOOFDSTUK 5

De governance

Deugdelijk bestuur is één van de hoekstenen van het goed functioneren van het bedrijfsleven en van het financieel/economisch systeem. In de periode vóór de redding van 2008 waren er, zoals al was vastgesteld door de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis in 2009, een aantal belangrijke zwakheden in de strategie en het beleid van de Dexia groep. In dit hoofdstuk worden de werking en de invloeden van de belangrijkste *governance* actoren, het directiecomité, de raad van bestuur en zijn comités, de aandeelhouders en de filialen, tijdens de periode oktober 2008 tot oktober 2011 toegelicht.

Om dit onderdeel te kunnen analyseren hebben wij inzage gekregen van de notulen van de raden van bestuur en de belangrijkste comités van Dexia NV, DBB en DCL (uitgezuiverd wat betreft de verwijzingen naar de Franse toezichthouder) evenals van geselecteerde onderliggende documenten en notulen van het directiecomité. Hierover werd tijdens de vergaderingen van de bijzondere commissie die ermee wordt belast de omstandigheden te onderzoeken die hebben geleid tot de ontmanteling van de NV Dexia meer uitgebreid gerapporteerd.

1. De organisatie van de groep

Na de redding van de groep bleef de groepsstructuur in een eerste fase uiteraard onveranderd aangezien er niet was geopteerd voor een splitsing of het oprichten van een *bad bank*. De eerste belangrijke wijziging in de structuur is de verkoop van FSA maar vermits dit een dochter was van DCL beïnvloedde dit ook niet fundamenteel de groepssamenstelling.

Onmiddellijk na de redding werden uiteraard wijzigingen doorgevoerd in de samenstelling van de belangrijkste organen van de groep, zoals de raad van bestuur, zijn comités en het directiecomité. Het was noodzakelijk om zo vlug mogelijk de belangrijkste tekortkomingen in het beheer van de groep en zijn risico's op te vangen.

Zoals ook werd vastgesteld naar aanleiding van het onderzoek dat de drie hoofdtoezichthouders (het *Core College*, bestaande uit de toezichthouders van België, Frankrijk en Luxemburg) hadden uitgevoerd naar aanleiding van de ondergang in 2008, waren er veel domeinen in de governance waarop moest ingegrepen worden. Het centrale zicht en de centrale controle op

niveau central. Le conseil d'administration ne disposait pas de toutes les informations requises pour avoir un aperçu clair des risques encourus et jouer son rôle en matière de surveillance, et quant à la détermination de la stratégie. Certains sujets importants examinés au sein du comité de direction n'ont pas été transmis correctement au comité d'audit, ni au conseil d'administration. Il s'agit notamment de questions concernant la gestion du risque, la liquidité et le développement du portefeuille des actifs financiers. En outre, la situation de FSA a été présentée de façon trop optimiste jusqu'à la fin du premier trimestre 2008. FSA disposait par ailleurs d'une grande autonomie de décision en matière de risques. Certaines décisions nécessaires pour réduire les risques ont été postposées par le comité de direction jusque 2008 alors que le département chargé de la gestion des risques avait signalé dès novembre 2006 la position très importante en matière de spreads de crédits. L'organisation matricielle du groupe était confuse et les axes de *reporting* de cette organisation étaient parfois en concurrence. Les réorganisations se sont suivies rapidement. Le risque de transformation a été sous-estimé et la gestion des risques de liquidités était basée sur des hypothèses qui se sont révélées trop optimistes à la lumière de la crise. La gestion du bilan était particulièrement compliquée et considérée comme un centre de profit (*profitcenter*) en soi, de sorte que les bénéfices et les pertes étaient compensées en additionnant les résultats de la gestion du bilan et de la trésorerie. Le groupe comptait une multitude de salles de marché, si bien que sa position était difficile à appréhender dans son ensemble.

Le nouveau management et la nouvelle direction se sont efforcés de combler ces lacunes et de régler d'autres problèmes le plus vite possible. Au cours de cette période aussi, il a été proposé, à plusieurs reprises, comme par le passé, de transformer le holding en banque, ou de conférer le statut de banque au holding grâce à une fusion avec la (les) filiale(s) bancaire(s). Cela devait permettre de gérer les risques de façon plus centralisée et cette option était également présentée comme une solution au problème résidant dans le fait que le financement croissant de DBB au reste du groupe se heurterait au durcissement des dispositions réglementaires à cet égard. Toutefois, comme par le passé, ces projets n'ont pas été réalisés. L'une des raisons à cela réside sans doute dans la grande attention qui devait être accordée au développement du plan de redressement, à son approbation par la Commission européenne, à l'exécution de ce plan et à la situation en matière de liquidités, difficile et très précaire vers la fin de cette période. Au fil du temps, les tensions se sont également accrues entre les parties du groupe et il

de risico's waren onvoldoende. De raad van bestuur beschikte niet over alle nodige informatie om een duidelijk zicht te hebben op de risico's en zijn rol van toezicht en van het bepalen van de strategie te kunnen vervullen. Bepaalde belangrijke onderwerpen werden behandeld in het directiecomité maar werden niet correct aan het auditcomité of de raad van bestuur overgemaakt. Dit betreft o.m. het risicobeheer, de liquiditeit en de ontwikkeling van de portefeuille financiële activa. Daarnaast werd de situatie van FSA tot bij het einde van het eerste kwartaal van 2008 te optimistisch voorgesteld. FSA beschikte ook over een grote autonomie op het vlak van risicobeslissingen. Noodzakelijke beslissingen om het risico te verminderen werden door het directiecomité uitgesteld tot 2008 daar waar het departement *Risk Management* al van november 2006 wees op de zeer grote positie in kredietspreads. De matrixorganisatie van de groep was verwarrend en ging gepaard met soms concurrerende rapporteringlijnen. Reorganisaties volgden elkaar in snel tempo op. Het transformatierisico werd onderschat en het risicobeheer van de liquiditeit was gebaseerd op hypothesen die, in het licht van de crisis, te optimistisch bleken. Het balansbeheer was bijzonder complex en werd als een *profitcenter* op zich beschouwd zodat, door het samentellen van de resultaten van het balansbeheer en van de thesaurie, winsten en verliezen gecompenseerd werden. Er was een veelheid aan marktalen actief in de groep zodat de groepspositie nauwelijks te overzien was.

Het nieuwe management en bestuur hebben getracht zo vlug mogelijk deze en andere tekortkomingen weg te werken. Verschillende malen kwam ook tijdens deze periode, net als in het verleden, het voorstel op tafel om de holding om te vormen tot een bank of om door middel van een fusie met de bankdochter(s) een bankstatuut te verwerven voor de holding. Dit zou moeten toelaten om de risico's meer centraal te beheersen en werd ook gezien als een mogelijke oplossing voor het feit dat de toenemende *funding* van DBB aan de rest van de groep zou botsen tegen de strenger wordende reglementaire regels in dat verband. Net als in het verleden werden deze plannen echter niet gerealiseerd. Eén van de redenen daarvoor is wellicht de grote aandacht die moest gaan naar het ontwikkelen van het herstelplan en de goedkeuring daarvan door Europese Commissie, het uitvoeren van dat plan en de moeilijke en, naar het einde van deze periode toe, zeer precare liquiditeitssituatie. Naarmate de tijd verstreek werden ook de spanningen tussen de onderdelen van de groep groter en was het voor de Belgische bank en haar omgeving minder en

était de moins en moins indiqué, pour la banque belge et son entourage, qu'ils soient encore intégrés davantage dans le holding.

Les paragraphes suivants du présent chapitre donnent un aperçu des évolutions dans la composition et le fonctionnement et des activités des principaux organes du groupe.

2. Le Comité de direction

Après le sauvetage du groupe en 2008, le comité de direction a été modifié en profondeur. Le 31 décembre 2008, conformément à la décision du conseil d'administration du 13 novembre 2008, il était composé de cinq membres:

- M. Pierre Mariani, président du comité de direction et administrateur délégué
- M. Stefaan Decraene, responsable du métier Banque de détail et commerciale et président du comité de direction de Dexia Banque Belgique SA
- M. Pascal Poupelle, responsable du métier *Public and Wholesale Banking* et président du comité de direction de Dexia Crédit Local
- M. Philippe Rucheton, *Chief Financial Officer*
- M. Claude Piret, *Chief Risk Officer*

Le précédent comité de direction (avant le sauvetage de 2008) se composait de dix membres. Seuls C. Piret et S. Decraene faisaient également partie de ce précédent comité de direction.

Le comité de direction se réunit en principe chaque semaine et est chargé de la gestion journalière du groupe. Dans la pratique, cela signifiait que l'accent était mis en premier lieu sur l'élaboration et l'exécution du plan de redressement. La sortie du système des garanties d'État pour le financement et le respect des engagements envers la Commission européenne constituaient des éléments importants dans la fixation de la rémunération variable du CEO et de la direction.

Le 17 décembre 2010, le conseil d'administration a adopté, à partir du 1^{er} janvier 2011, une nouvelle composition du comité de direction. Dans ce cadre, d'anciens membres du comité exécutif ont notamment été intégrés dans le comité de direction. Le nouveau comité de direction était composé des membres suivants:

- M. Pierre Mariani, administrateur délégué et président du comité de direction
- M. Hakan Ates, directeur général de DenizBank

minder aangewezen om zich nog meer te laten integreren in de holding.

In de volgende paragrafen van dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de evoluties in de samenstelling en werking van de activiteiten van de belangrijkste organen van de groep.

2. Het directiecomité

Na de redding van de groep in 2008 werd het directiecomité grondig gewijzigd. Op 31 december 2008 bestond het ingevolge de beslissing van de raad van bestuur van 13 november 2008 uit vijf leden:

- de heer Pierre Mariani, voorzitter van het directiecomité en gedelegeerd bestuurder
- de heer Stefaan Decraene, hoofd van *Retail and Commercial Banking* en voorzitter van het directiecomité van Dexia Bank België NV
- de heer Pascal Poupelle, hoofd van *Public and Wholesale Banking* en voorzitter van het directiecomité van Dexia Crédit Local SA
- de heer Philippe Rucheton, *Chief Financial Officer*
- de heer Claude Piret, *Chief Risk Officer*

Het vorige directiecomité (vóór de redding van 2008) bestond uit 10 leden. Enkel C. Piret en S. Decraene maakten ook deel uit van dat vorige directiecomité.

Het directiecomité vergadert in principe wekelijks en is belast met de dagelijkse leiding van de groep. In de praktijk betekende dit dat de klemtoon in de eerste plaats lag op het uitwerken en uitvoeren van het herstelplan. Het uitstappen uit het systeem van staatswaarborgen voor de financiering en het nakomen van de verplichtingen ten opzichte van de Europese Commissie waren belangrijke elementen in het bepalen van de variabele vergoeding van de CEO en de directie.

Op 17 december 2010 keurde de raad van bestuur van, met ingang van 1 januari 2011, een nieuwe samenstelling van het directiecomité goed, daarbij werden onder meer vroegere leden van het uitvoerend comité opgenomen in het directiecomité: Het nieuwe directiecomité bestond uit volgende leden:

- de heer Pierre Mariani, gedelegeerd bestuurder en voorzitter van het directiecomité
- de heer Hakan Ates, algemeen directeur van DenizBank

- M. Alain Clot, responsable *Public and Wholesale Banking*, directeur général de Dexia Crédit Local (en remplacement de P. Poupelle)
- M. Marc Croonen, directeur des Ressources humaines
- M. Stefaan De Craene, responsable *Retail and Commercial Banking* et *Asset Management and Services*, président du comité de direction de Dexia Banque Belgique
- M. Alexandre Joly, directeur de la Stratégie, des Portefeuilles et des Activités du marché
- M. Claude Piret, *Chief Risk Officer*
- M. Philippe Rucheton, *Chief Financial Officer*
- M. André Vanden Camp, directeur *Operations and IT*

- M. Olivier Van Herstraeten, directeur *Legal, Compliance and Tax*

En septembre 2011, S. Decraene a démissionné du comité de direction de Dexia SA et de son poste de président du comité de direction de Dexia Banque Belgique (DBB). Il a été remplacé par Jos Clijsters (jusqu'alors conseiller du comité de direction).

Le style de management du CEO fut qualifié par certains de compétent mais assez autoritaire, une impression encore renforcée par le large recours aux consultants. Il y a toutefois lieu de tenir compte, à cet égard, du fait qu'après le sauvetage de 2008, seuls quelques rares membres de l'ancienne direction étaient encore présents, que le groupe était très complexe et que les problèmes étaient considérables. Ce style autoritaire, combiné aux importants transferts de liquidités de DBB vers le reste du groupe, a sans doute conduit à quelques conflits, surtout avec la direction de DBB.

3. Le conseil d'administration

3.1 Composition

Au 31 décembre 2008, le conseil d'administration de Dexia SA se composait de dix-sept membres, dont six administrateurs indépendants (MM. Jean-Luc Dehaene, Gilles Benoist, Denis Kessler, Mme Catherine Kopp, MM. André Levy-Lang, sir Brian Unwin). Comme auparavant, on a suivi le principe selon lequel un nombre égal d'administrateurs français et belges est désigné. Après le sauvetage de 2008, cinq nouveaux administrateurs ont été désignés: MM. Jean-Luc Dehaene, Pierre Mariani, Bruno Bézard (représentation des autorités françaises), Koen Van Loo (représentation des autorités belges) et Alain Quinet (membre du comité de direction du groupe Caisse des Dépôts). MM. Pierre Richard et Axel Miller, Jacques Guerber, Dominique Marcel, Guy Burton et Fabio Innocenzi ont démissionné dans le courant de 2008.

- de heer Alain Clot, hoofd van *Public and Wholesale Banking*, algemeen directeur van *Dexia Crédit Local* (in vervanging van P Poupelle)
- de heer Marc Croonen, directeur Human Resources
- de heer Stefaan De Craene, hoofd van *Retail and Commercial Banking* en *Asset Management and Services*, voorzitter van het directiecomité van Dexia Bank België
- de heer Alexandre Joly, directeur strategie, portefeuilles en marktactiviteiten
- de heer Claude Piret, *Chief Risk Officer*
- de heer Philippe Rucheton, *Chief Financial Officer*
- de heer André Vanden Camp, directeur *Operations and IT*
- de heer Olivier Van Herstraeten, directeur *Legal, Compliance and Tax*

In september 2011 nam S. Decraene ontslag uit het directiecomité van Dexia NV en als voorzitter van het directiecomité van DBB. Hij werd vervangen door Jos Clijsters (tot dan adviseur van het directiecomité).

De stijl van management van de CEO werd door sommigen omschreven als bekwaam maar vrij autoritair, wat nog versterkt werd door het uitgebreide beroep dat werd gedaan op consultants. Er dient daarbij wel rekening gehouden te worden met het feit dat na de redding van 2008, er nog slechts weinigen van de vroegere leiding aanwezig waren, dat de groep zeer complex was en de problemen aanzienlijk. Deze autoritaire stijl, in combinatie met de grote transfers van liquiditeit van DBB naar de rest van de groep, leidde wellicht tot sommige conflicten, vooral dan met de leiding van DBB.

3. De raad van bestuur

3.1 Samenstelling

Op 31 december 2008 bestond de raad van bestuur van Dexia NV uit 17 leden, waarvan 6 onafhankelijken (de heren Jean-Luc Dehaene, Gilles Benoist, Denis Kessler, mevrouw Catherine Kopp, de heer André Levy-Lang, sir Brian Unwin). Zoals voorheen werd het principe gevolgd dat er evenveel Franse en Belgische bestuurders aangesteld zijn. Na de redding van 2008 werden vijf nieuwe bestuurders aangesteld: de heren Jean-Luc Dehaene, Pierre Mariani, Bruno Bézard (vertegenwoordiging van de Franse overheid), Koen Van Loo (vertegenwoordiging van de Belgische overheid) en Alain Quinet (lid van het directiecomité van de groep *Caisse des Dépôts*). De heren Pierre Richard en Axel Miller, Jacques Guerber, Dominique Marcel, Guy Burton en Fabio Innocenzi namen ontslag in de loop van 2008.

Le 1^{er} juillet 2009, le conseil d'administration a coopté MM. Stefaan Decraene, Christian Giacomotto (administrateur indépendant), Robert de Metz (administrateur indépendant) et Bernard Thiry en tant qu'administrateurs en remplacement de, respectivement, Jan Renders, Denis Kessler, André Levy-Lang et Bernard Lux, qui étaient démissionnaires. En novembre, le conseil a coopté MM. Olivier Bourges et Hubert Reynier en remplacement de MM. Bruno Bézard et Alain Quinet, démissionnaires.

En 2009, le conseil a également désigné deux observateurs permanents (Isabelle Bouillot et Brigitte Chanoine) avec l'intention de soumettre leur désignation en tant qu'administratrices à l'assemblée générale de 2010.

Fin 2010, le conseil d'administration comptait dix-huit membres du fait de la nomination d'Isabelle Bouillot et de Brigitte Chanoine, toutes deux administratrices indépendantes. Antoine Gosset-Grainville a été coopté en tant qu'administrateur en remplacement d'Hubert Reynier. En janvier 2011, Olivier Mareuse (CFO du groupe Caisse des Dépôts) a été nommé en remplacement d'Augustin de Romanet de Beaune.

3.2 Activités

Après le sauvetage du groupe en octobre 2008, les points abordés aux réunions du conseil d'administration durant le reste de cette année ont surtout été les suivants: la vente de FSA, l'élaboration d'un plan de redressement (comportant notamment le recentrage des activités de Dexia sur le *Public & Wholesale Banking*, la réduction du profil de risque du groupe par le rétrécissement du portefeuille et la vente de certains actifs, l'arrêt de l'activité de *trading* pour compte propre et la réorganisation des activités sur les marchés financiers). En outre, le conseil a également décidé de la structure et du fonctionnement des comités spécialisés.

En 2009, le conseil s'est réuni onze fois et le plan de relance, la vente de FSA et les discussions avec la Commission européenne ont régulièrement été à l'ordre du jour. Il a également été déclaré qu'il n'entrait nullement dans les intentions de se défaire de Denizbank. Par ailleurs, le conseil a notamment examiné l'orientation stratégique du groupe et ses sous-activités, les budgets et des sujets liés à la gouvernance. À partir du mois de mai, la situation de liquidité a aussi été abordée régulièrement, notamment en ce qui concerne le non-respect des exigences réglementaires locales.

Op 1 juli 2009 werden door de raad van bestuur de heren Stefaan Decraene, Christian Giacomotto (onafhankelijk bestuurder), Robert de Metz (onafhankelijk bestuurder) en Bernard Thiry gecoöpteerd als bestuurders ter vervanging van respectievelijk Jan Renders, Denis Kessler, André Levy-Lang en Bernard Lux, die ontslag namen. In november coöpteerde de raad de heren Olivier Bourges en Hubert Reynier in vervanging van de heren Bruno Bézard en Alain Quinet, die ontslag namen.

Door de raad werden in 2009 ook twee permanente waarnemers aangeduid (Isabelle Bouillot en Brigitte Chanoine) met de bedoeling hun aanstelling als bestuurder voor te leggen aan de algemene vergadering van 2010.

Op het einde van 2010 telde de raad van bestuur 18 leden door de benoeming van Isabelle Bouillot en Brigitte Chanoine, beide onafhankelijk bestuurder. Antoine Gosset-Grainville werd gecoöpteerd als bestuurder ter vervanging van Hubert Reynier. In januari 2011 werd Olivier Mareuse (CFO groep *Caisse des Dépôts*) benoemd in vervanging van A. de Romanet de Beaune.

3.2 Activiteiten

Na de redding van de groep in oktober 2008 kwamen gedurende de rest van dat jaar vooral volgende punten aan bod in de vergaderingen van de raad van bestuur: verkoop van FSA, het uitwerken van een herstelplan (met onder meer het opnieuw toespitsen van de activiteiten van Dexia op *Public & Wholesale Banking*, de verlaging van het risicoprofiel van de groep door de inkrimping van de portefeuille en de verkoop van bepaalde activa, de stopzetting van de trading activiteit voor eigen rekening en de reorganisatie van de activiteiten op de financiële markten). Verder besloot de raad ook over de structuur en het functioneren van de gespecialiseerde comités.

In 2009 kwam de raad elf maal bijeen en kwamen het herstelplan, de verkoop van FSA en de besprekingen met de Europese Commissie regelmatig aan bod. Daarbij werd ook gesteld dat het helemaal niet de intentie was om Denizbank af te stoten. Daarnaast behandelde de raad onder meer de strategische oriëntatie van de groep en zijn deelactiviteiten, de budgetten en governance onderwerpen. Vanaf de maand mei wordt ook regelmatig over de liquiditeitssituatie gesproken, onder meer met betrekking tot het niet naleven van de lokale reglementaire vereisten.

En 2010 également, le conseil d'administration s'est réuni onze fois. En plus des traditionnels sujets statutaires, il s'est surtout intéressé aux points suivants: la décision de la Commission européenne en ce qui concerne le plan de réforme et le suivi de sa mise en oeuvre; la création de la division *Legacy Portfolio Management*; la vente des actions d'*Assured Guarantee* (acquises à l'occasion de la vente de FSA) et de *Dexia Banka Slovensko*; la stratégie du groupe et *Denizbank*; les *stress tests* de l'ABE; la liquidité et certains aspects liés au risque (appétence pour le risque, dette souveraine, risques du portefeuille *Financial Products*) et les progrès de la concertation sociale.

Tout au long de l'année, des informations ont régulièrement été communiquées en ce qui concerne l'évolution de la situation de liquidité. À partir de février 2010, le conseil aborde sporadiquement la question des risques souverains, surtout, en première instance, en rapport avec la Grèce, mais plus tard également dans un contexte plus large, notamment à la suite des stress tests de l'ABE (voir plus loin).

À la suite de l'accord conclu avec la Commission européenne, aucun dividende ne pouvait être payé en espèces jusque fin 2011. Il a dès lors été proposé à l'assemblée générale d'octroyer un dividende sous la forme d'actions de bonus pour l'exercice 2009. Pour le Groupe Arco et le Holding communal, il était apparemment très important de pouvoir porter cette transaction en compte. À la demande de ces actionnaires, le conseil d'administration de *Dexia SA* a étudié les possibilités en la matière (voir plus loin dans cette partie). Lors des discussions concernant la réduction des actifs, le conseil d'administration s'est aussi régulièrement penché sur l'effet sur les résultats et la possibilité qui y est liée d'octroyer un dividende.

Pour les réunions de 2011, nous avons reçu des procès-verbaux jusqu'à la réunion du 27 septembre 2011. Depuis le début de l'année, le conseil se focalise essentiellement sur la nécessité de poursuivre le *deleveraging*. Cette tendance s'accroît encore à partir de mai 2011, lorsque le conseil décide également de vendre le portefeuille put des *Financial Products*. À partir de ce moment, on annonce aussi régulièrement une baisse possible des notations de crédit. À mesure que l'année avance, les réunions se multiplient et la vente d'autres actifs et parties du groupe fait l'objet de longues délibérations. Ce point sera expliqué plus avant dans la partie "démantèlement". Il est aussi régulièrement renvoyé aux effets négatifs des fuites dans la presse et à l'atteinte à l'image du groupe et de la banque belge.

Ook in 2010 vergaderde de raad van bestuur elf maal. Naast de traditionele statutaire onderwerpen werd vooral aandacht geschonken aan volgende punten: de beslissing van de Europese Commissie in verband met het hervormingsplan en de opvolging van de uitvoering ervan; de oprichting van de *Legacy Portfolio Management* divisie; de verkoop van de aandelen van *Assured Guarantee* (verworven naar aanleiding van de verkoop van FSA) en van *Dexia Banka Slovensko*; de strategie van de groep en *Denizbank*; de stresstests van de EBA; de liquiditeit en risicoaspecten (risicobereidheid, soeverein schuldpapier, risico's van de portefeuille *Financial Products*) en de voortgang van het sociaal overleg.

Doorheen het jaar wordt regelmatig informatie geleverd over de evolutie van de liquiditeitssituatie. Vanaf februari 2010 wordt sporadisch aandacht besteed aan de soevereine risico's, in eerste instantie voornamelijk met betrekking tot Griekenland maar later ook in een bredere context, onder meer naar aanleiding van de EBA stress tests (zie verder).

In het licht van de overeenkomst met de Europese Commissie konden geen dividenden in cash uitbetaald worden tot einde 2011. Aan de algemene vergadering werd dan ook voorgesteld om met betrekking tot het boekjaar 2009 een dividend onder de vorm van bonusaandelen uit te keren. Voor de Groep Arco en de Gemeentelijke Holding was het blijkbaar van groot belang om deze transactie in resultaat te kunnen boeken. De raad van bestuur van *Dexia NV* onderzocht op vraag van deze aandeelhouders de mogelijkheden daartoe (zie verder in dit deel). Bij de besprekingen over de afbouw van activa kwam in de raad van bestuur het effect op de resultaten en de daaraan verbonden mogelijkheid om dividend toe te kennen ook regelmatig aan bod.

Van de vergaderingen in 2011 werden ons notulen ter beschikking gesteld tot de vergadering van 27 september 2011. Van bij het begin van het jaar gaat de meeste aandacht naar de noodzaak tot volgehouden *deleveraging*. Dit wordt nog geaccentueerd vanaf mei 2011 wanneer ook de beslissing wordt genomen de put portefeuille van *Financial Products* te verkopen. Vanaf dan wordt ook regelmatig bericht over de mogelijke verlaging van de kredietnoteringen. Naarmate het jaar voortschrijdt worden de vergaderingen frequenter en wordt er uitgebreid beraadslaagd over de verkoop van andere activa en delen van de groep. Dit wordt verder toegelicht in het deel "ontmanteling". Regelmatig wordt ook verwezen naar het nadelige effect van persleken en aantasting van het imago van de groep en de Belgische bank.

3.3 Fonctionnement

Les membres du conseil d'administration ont un taux de présence élevé. En raison de l'ampleur et de la complexité des matières traitées, les administrateurs qui font partie des comités du conseil, et surtout du comité stratégique et du comité d'audit, ou ceux qui font également partie du conseil de l'une des principales filiales (DBB ou DCL), sont clairement favorisés sur le plan des informations disponibles et de la préparation. Depuis 2009, chaque administrateur a certes accès à toutes les informations — y compris celles des comités spécialisés, par le biais du système "intraLinks" — mais comme il est également apparu lors des auditions, ce système n'était pas suffisamment accessible pour tous. Il ressort dès lors des procès-verbaux des réunions que les membres faisant partie des comités essentiels semblent également jouer le rôle le plus actif au sein du conseil.

En 2010, une auto-évaluation du fonctionnement du conseil d'administration a été réalisée. Sur les 18 administrateurs, 15 ont participé à cette évaluation (le président, l'administrateur délégué et le vice-président du comité de direction n'y ont pas participé "pour des raisons d'objectivité"). Les questions concernaient essentiellement le fonctionnement du conseil, les informations fournies et le fonctionnement des comités. Le taux de satisfaction global était assez important et s'élevait à 76 %. Les critiques les plus fréquentes concernaient les points suivants:

- Les dossiers devraient être mis plus tôt à disposition (11 observations).
- Le fonctionnement d'"IntraLinks" ne satisfait pas 5 des 15 participants.
- Globalement, les comités reçoivent une évaluation positive, mais le comité stratégique obtient un résultat relativement faible (en ce qui concerne la définition de ses compétences et les informations fournies pour les réunions). La scission du comité d'audit est évaluée positivement par la grande majorité des membres (3 membres ne sont pas de cet avis).
- Globalement, les informations fournies au conseil par les comités sont évaluées positivement, mais le comité stratégique obtient également un moins bon résultat en la matière.
- Quelques administrateurs estiment qu'il faudrait consacrer plus d'attention à la stratégie, à la gestion des risques et à la communication financière au cours des réunions du conseil.

3.3 Werking

De leden van de raad van bestuur geven blijk van een hoge aanwezigheidsgraad. Omwille van de omvang en complexiteit van de behandelde materies, zijn de bestuurders die deel uitmaken van de comités van de raad en dan vooral het strategisch comité en auditcomité of zij die daarnaast deel uitmaken van de raad van één van de belangrijke dochters (DBB of DCL), duidelijk bevoordeeld op het vlak van beschikbare informatie en voorbereiding. Sinds 2009 heeft elke bestuurder weliswaar toegang tot alle informatie — ook deze van de gespecialiseerde comités, via het systeem "intraLinks" — maar zoals ook in de hoorzittingen is gebleken, was dit niet voor allen een voldoende toegankelijk systeem. In de notulen van de vergaderingen blijkt dan ook dat de leden die deel uitmaken van de essentiële comités, ook in de raad de meest actieve rol lijken te spelen.

In 2010 werd een auto-evaluatie uitgevoerd over de werking van de raad van bestuur. 15 van de 18 bestuurders namen deel aan deze evaluatie ("om reden van objectiviteit" hebben voorzitter, gedelegeerd bestuurder en de ondervoorzitter van het directiecomité niet deelgenomen). De vragen handelden voornamelijk over het functioneren van de raad, de geleverde informatie en de werking van de comités. De globale tevredenheidsscore was vrij hoog en bedroeg 76 %. De meest gemaakte kritische opmerkingen betreffen:

- De dossiers zouden vroeger ter beschikking moeten zijn (11 opmerkingen).
- De werking met "IntraLinks" geeft geen voldoening voor 5 van de 15 deelnemers.
- De comités worden globaal positief beoordeeld maar het strategisch comité scoort relatief zwak (met betrekking tot de definitie van zijn bevoegdheden en de informatie geleverd vóór de vergaderingen). De splitsing van het auditcomité wordt door de grote meerderheid van de leden positief ervaren (3 leden vinden dit niet).
- De informatie van de comités aan de raad wordt globaal positief beoordeeld maar het strategisch comité scoort ook hier minder.
- Enkele bestuurders zijn van mening dat er meer aandacht zou dienen te gaan naar strategie, risicobeheer en financiële communicatie in de vergaderingen van de raad.

En raison du caractère essentiellement binational de Dexia, le conseil d'administration compte, sur le plan statutaire, autant de membres français que de membres belges. Eu égard à l'ancrage historique des actionnaires de référence belges (Holding communal, Groupe Arco et Ethias) et au nombre d'administrateurs qu'ils peuvent nommer, il ne reste pas beaucoup de possibilités, du côté belge, de faire entrer des administrateurs indépendants dans le conseil. Cela semble aussi se refléter dans les points de vue parfois adoptés en ce qui concerne, par exemple, les effets sur les résultats et donc la possibilité d'octroyer des dividendes, la réduction de portefeuilles et la vente d'actifs. Bien que l'on y ait clairement consacré de l'attention, il n'y a toutefois pas de véritables indications selon lesquelles le *deleveraging* aurait effectivement été bloqué par le conseil pour cette raison.

Au cours des auditions, plusieurs administrateurs ont attiré l'attention sur les conflits d'intérêts qui peuvent surgir du fait que certains mandats sont exercés à la fois au sein de la société mère et au sein d'une filiale. La loi sur les sociétés commerciales prévoit en effet qu'un administrateur doit servir les intérêts de la société. Lorsque ces intérêts s'avèrent contraires à ceux d'une autre entité du groupe, dont l'intéressé est également administrateur, un problème se pose. C'est ce qui s'est notamment produit en ce qui concerne le développement du financement du reste du groupe par DBB. Un administrateur de la banque belge devait légitimement nourrir des inquiétudes à propos de ce financement, mais adopter une tout autre attitude au sein du conseil d'administration du holding, car il était dans l'intérêt du groupe que les liquidités circulent aussi librement que possible. Le cumul de plusieurs mandats au sein d'un groupe peut avoir pour effet qu'un administrateur dispose de plus d'informations, ce qui profite à la qualité de la gestion, mais peut également entraver la bonne gouvernance. Ce problème doit toutefois être relativisé, et ce, à la lumière de deux éléments. Primo, il n'y aurait effectivement pas de conflit d'intérêts si les mandats étaient exercés par deux administrateurs différents, mais les intérêts de la société mère primeraient tout autant au sein de ce conseil d'administration. Secundo, la notion d'« intérêt de la société ou du groupe » ne doit pas être interprétée de façon trop restrictive. L'intérêt du groupe peut en effet être mieux servi si des critiques sont formulées à l'égard d'une stratégie de groupe qui contribue à nuire à l'image d'une filiale systémique, ce qui peut avoir des conséquences négatives pour le groupe dans son ensemble.

4. Les comités du conseil

Trois comités spécialisés sont actifs au sein du conseil d'administration: le comité des nominations et

Door het voornamelijk binationale karakter van Dexia, telt de raad van bestuur statutair evenveel Franse en Belgische leden. Omwille van de historische verankering van de Belgische referentieaandeelhouders (Gemeentelijke Holding, Groep Arco en Ethias) en het aantal bestuurders dat zij kunnen benoemen, blijft er aan Belgische kant weinig ruimte om onafhankelijke bestuurders in de raad op te nemen. Dit lijkt zich ook te weerspiegelen in de standpunten die soms ingenomen worden ten aanzien van bv. de effecten op de resultaten en dus op de mogelijkheid tot het toekennen van dividenden, van de afbouw van portefeuilles en de verkoop van activa. Hoewel dit duidelijk een aandachtspunt is geweest, zijn er geen echte indicaties dat de *deleveraging* effectief is tegengehouden door de raad om die reden.

Verschillende bestuurders wezen tijdens de hoorzittingen op de mogelijke belangenconflicten die kunnen ontstaan als gevolg van mandaten die uitgeoefend worden bij de moedervernootschap en bij een dochter. De vennootschappenwet voorziet immers dat een bestuurder het belang van de vennootschap dient. Wanneer zulk een belang tegengesteld lijkt te zijn met het belang van een andere entiteit van de groep, waar de betrokkene eveneens bestuurder is, stelt zich een probleem. Dit deed zich onder meer voor in verband met de ontwikkeling van de financiering van de rest van de groep door DBB. Een bestuurder van de Belgische bank moest zich daarover zorgen maken maar in de raad van bestuur van de holding een andere houding aannemen, want het was in het belang van de groep dat de liquiditeit zo vrijelijk mogelijk vloeide. De cumulatie van mandaten binnen een groep kan ertoe leiden dat een bestuurder beter geïnformeerd is, wat de deugdelijkheid van het bestuur ten goede komt, maar kan de governance dus ook bemoeilijken. Nochtans dienen we dit probleem te relativiseren op basis van twee overwegingen. Er zou weliswaar geen belangenconflict bestaan indien de mandaten door twee verschillende bestuurders werden ingevuld, maar het belang van de moedervernootschap zou evenzeer primeren in die raad van bestuur. Ten tweede dient men het "belang van de vennootschap of groep" niet te eng te zien. Het belang van de groep kan er inderdaad beter mee gediend worden dat kritische bedenkingen worden gemaakt ten aanzien van een groepsstrategie die ertoe bijdraagt dat het imago van een systemische dochter aangetast wordt, met mogelijke negatieve gevolgen voor de groep als geheel.

4. De comités van de raad

Binnen de raad van bestuur zijn er 3 gespecialiseerde comités actief: het comité der benoemingen en bezol-

des rémunérations, le comité stratégique et le comité d'audit, subdivisé en un comité de contrôle interne, des risques et de la conformité et un comité des comptes.

4.1 Le comité des nominations et des rémunérations

Le comité se composait comme suit (rapport annuel 2010):

- M. Jean-Luc Dehaene, président du conseil d'administration, administrateur indépendant et président du comité;
- M. Christian Giacomotto, administrateur indépendant;
- Mme Francine Swiggers, administrateur;
- M. Antoine Gosset-Grainville, administrateur (nommé membre du comité des nominations et des rémunérations le 31 janvier 2011 en remplacement de MM. Augustin de Romanet de Beaune)
- M. Francis Vermeiren, administrateur;
- Mme Catherine Kopp, administrateur indépendant;
- M. Robert de Metz, administrateur indépendant (désigné comme membre du comité le 31 janvier 2011).

Selon le rapport annuel 2010, les compétences de ce comité sont les suivantes:

En matière de rémunérations

Le comité propose:

- La rémunération du président du conseil d'administration et de l'administrateur délégué et, sur proposition de ce dernier, la rémunération des membres du comité de direction.
- L'attribution d'options sur actions en application des principes généraux arrêtés par le conseil d'administration.

Le comité est par ailleurs consulté sur la politique de rémunération et d'incitation des cadres dirigeants du groupe, ainsi que sur la politique d'actionariat des salariés. Le comité formule des recommandations sur le montant des jetons de présence versés aux administrateurs et sur leur répartition.

En matière de nominations

Le comité prépare les décisions du conseil d'administration portant sur:

- les propositions de nomination ou de renouvellement d'administrateurs faites par le conseil à l'assemblée des actionnaires, ainsi que les propositions de cooptation d'administrateurs;

digingen, het strategisch comité en het auditcomité, opgesplitst in het comité van interne controle, risico's en conformiteit en het rekeningcomité.

4.1 Comité der benoemingen en bezoldigingen

De samenstelling van het comité was als volgt (jaarverslag 2010):

- de heer Jean-Luc Dehaene, voorzitter van de raad van bestuur, onafhankelijk bestuurder en voorzitter van het comité;
- de heer Christian Giacomotto, onafhankelijk bestuurder;
- mevrouw Francine Swiggers, bestuurder;
- de heer Antoine Gosset-Grainville, bestuurder (op 31 januari 2011 benoemd tot lid van het comité der benoemingen en bezoldigingen ter vervanging van de heren Augustin de Romanet de Beaune)
- de heer Francis Vermeiren, bestuurder;
- mevrouw Catherine Kopp, onafhankelijk bestuurder;
- de heer Robert de Metz, onafhankelijk bestuurder (op 31 januari 2011 aangesteld als lid van het comité).

Volgens het jaarverslag 2010 zijn de bevoegdheden van dit comité:

Op het vlak van bezoldiging

Het comité doet voorstellen over:

- De bezoldiging van de voorzitter van de raad van bestuur en van de gedelegeerd bestuurder en, op voorstel van die laatste, over de bezoldiging van de leden van het directiecomité.
- De toekenning van aandelenopties krachtens de algemene principes die door de raad van bestuur zijn vastgelegd.

Het comité wordt bovendien geraadpleegd voor het bezoldigings- en incentivebeleid van de top executives van de groep en het beleid inzake het aandeelhouderschap van de medewerkers. Het comité doet aanbevelingen over het bedrag van het presentiegeld dat aan de bestuurders wordt betaald en over de verdeling ervan.

Op het vlak van benoemingen

Het comité bereidt de beslissingen van de raad van bestuur voor, die handelen over:

- de voorstellen tot benoeming of tot vernieuwing van het mandaat van bestuurders die de raad doet aan de algemene aandeelhoudersvergadering, alsook de voorstellen tot coöptatie van bestuurders;

- la détermination des critères d'indépendance permettant de qualifier un administrateur "d'indépendant";
- la qualification d'un membre existant ou d'un nouveau membre du conseil d'administration comme administrateur indépendant;
- la nomination des membres des comités spécialisés du conseil d'administration et de leur président;
- la nomination ou le renouvellement de l'administrateur délégué;
- la nomination ou le renouvellement du président du conseil;
- les propositions de l'administrateur délégué concernant la composition, l'organisation et le mode de fonctionnement du comité de direction de Dexia SA;
- les modifications du Règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration.

Au cours des années 2008 à 2010, le comité s'est réuni 2 à 3 fois par an, essentiellement en ce qui concerne des propositions de nomination au conseil d'administration, la fixation de la rémunération des administrateurs, les indemnités de départ des membres de la direction et la fixation des rémunérations variables éventuelles. À partir de novembre 2010, une concertation est organisée sur la nouvelle politique de rémunération, conformément aux exigences de la Commission européenne et de la CBFA. En ce qui concerne les rémunérations variables éventuelles de la direction, la décision est notamment prise de les étaler dans le temps.

Les procès-verbaux n'indiquent pas de façon vraiment explicite comment la rémunération variable a précisément été calculée en fonction des objectifs. Pour la rémunération variable relative à 2010, les procès-verbaux ne mentionnent même pas de montant ("le montant est mentionné oralement par le Président en cours de réunion"). Le rapport annuel de 2010 mentionne les rémunérations et les principes de celles-ci pour les membres du conseil d'administration et de la direction. Les montants pour les membres du conseil d'administration et le CEO sont mentionnés individuellement, ceux pour les autres membres du comité de direction uniquement de façon globale.

Durant sa séance du 13 novembre 2008, le conseil d'administration a fixé les objectifs du management, à savoir:

- het bepalen van de onafhankelijkheidscriteria op basis waarvan een bestuurder "onafhankelijk" kan worden genoemd;
- de hoedanigheid van onafhankelijk bestuurder van een bestaand lid of van een nieuw lid van de raad van bestuur;
- de benoeming van de leden van de gespecialiseerde comités van de raad van bestuur en van hun respectieve voorzitters;
- de benoeming of vernieuwing van het mandaat van de gedelegeerd bestuurder;
- de benoeming of de vernieuwing van het mandaat van de voorzitter van de raad;
- de voorstellen van de gedelegeerd bestuurder over de samenstelling, de organisatie en de werking van het directiecomité van Dexia NV;
- de wijzigingen in het huishoudelijk reglement van de raad van bestuur.

In de jaren 2008 tot 2010 vergaderde het comité 2 tot 3 maal per jaar, voornamelijk in verband met voorstellen tot benoeringen in de raad van bestuur, vaststelling van de vergoeding van de bestuurders, vertrekvergoedingen van directieleden en het bepalen van eventuele variabele vergoedingen. Vanaf november 2010 wordt er overlegd over de nieuwe verloningspolitiek conform met de vereisten van de Europese Commissie en de CBFA. Met betrekking tot de eventuele variabele vergoedingen van de directie wordt onder meer beslist deze te spreiden in de tijd.

De notulen geven niet echt expliciet aan hoe de variabele vergoeding precies werd berekend in functie van de doelstellingen. Voor de variabele vergoeding betreffende 2010 wordt er in de notulen zelfs geen bedrag vermeld ("wordt door de Voorzitter mondeling vermeld in de vergadering"). Het jaarverslag over 2010 vermeldt de vergoedingen en de principes daarvan voor de leden van de raad van bestuur en directie. De bedragen voor de leden van de raad van bestuur en CEO worden individueel vermeld, deze voor de andere leden van het directiecomité enkel globaal.

Tijdens de zitting van 13 november 2008 heeft de raad van bestuur de doelstellingen vastgelegd voor het management. Deze zijn:

- repli des activités du groupe sur le *core business*;
- diminution du profil de risque du groupe;
- réduction de la base des coûts;
- mise en place d'une nouvelle équipe de management et d'une nouvelle gouvernance.

En fonction des responsabilités spécifiques des membres du comité de direction, il est tenu compte, dans le cadre des thèmes précités, de certains éléments spécifiques en vue de la détermination de la rémunération variable.

Pour P. Mariani et selon des informations fournies par lui-même, il a été tenu compte uniquement de la mise en œuvre du plan de transformation.

L'octroi en 2011 de rémunérations variables au top management pour l'année 2010 a suscité de très nombreuses réactions négatives dans la presse, notamment parce que la banque avait été sauvée à l'aide de fonds publics. Dexia a défendu l'octroi de ces rémunérations dans un communiqué de presse¹ soulignant notamment que la politique de rémunération de Dexia est intégralement conforme aux dispositions légales et réglementaires européennes, belges et françaises, que les décisions ont été approuvées à l'unanimité par le conseil d'administration et que la rémunération variable était échelonnée sur trois années. Malgré tout, cette situation et le fait que le conseil d'administration ait décidé au printemps 2011 de transformer une partie de la rémunération variable du management en une indemnité de fonction auront sans doute contribué au développement d'un sentiment négatif à l'égard de Dexia, sentiment qui pourrait avoir joué un rôle dans le *run* bancaire ultérieur.

Les procès-verbaux ont pu être consultés jusqu'à la réunion du 10 mars 2011.

4.2 Comité stratégique

Durant la période considérée, les procès-verbaux des réunions du comité stratégique des 23 octobre 2009, 22 juin et 15/ décembre 2010 et 22 février, 9 mai, 26 mai et 3 août 2011 nous ont été soumis. Outre le président du conseil d'administration et le CEO, les administrateurs suivants ont pris part aux réunions: Van Loo, Bourges, Thiry, Swiggers, Gausset-Grainville (en remplacement de Romanet), Vermeiren. Les sujets discutés concernaient surtout la mise en œuvre du plan de redressement, le *deleveraging*, les résultats des *stress tests* et le développement de la liquidité. On peut considérer

¹ Dexia SA, Communiqué de presse du 6 avril 2011, *Politique de rémunération des dirigeants*.

- terugplooiën van de activiteiten van de groep op de *core business*;
- vermindering van het risicoprofiel van de groep;
- vermindering van de kostenbasis;
- instellen van een nieuw management team en een nieuwe governance.

Naargelang de specifieke verantwoordelijkheden van de leden van het directiecomité worden bepaalde specifieke elementen binnen de bovenstaande thema's in rekening gebracht voor het bepalen van de variabele verloning.

Voor P. Mariani werd volgens informatie van hemzelf enkel rekening gehouden met de uitvoering van het transformatieplan.

De toekenning van de variabele vergoedingen aan het topmanagement in 2011 met betrekking tot 2010 lokte heel wat negatieve reacties uit in de pers, onder meer omwille van het feit dat bank gered werd met overheidsgeld. Dexia verdedigde de toekenning in een persbericht¹ waarin onder meer gewezen werd op het feit dat het bezoldigingsbeleid van Dexia volledig in overeenstemming is met de Europese, Belgische en Franse wettelijke en reglementaire bepalingen, dat de beslissing daarover eenparig goedgekeurd was door de raad van bestuur en dat de variabele vergoeding gespreid werd over drie jaar. Toch hebben deze situatie en het feit dat de raad van bestuur in de lente van 2011 besliste om een deel van de variabele vergoeding van het management om te zetten in een functievergoeding wellicht bijgedragen tot de ontwikkeling van een negatief sentiment omtrent Dexia dat mogelijk heeft verder meegespeeld bij de latere *run* op de bank.

Er werd inzage in de notulen gegeven tot de vergadering van 10 maart 2011.

4.2 Strategisch comité

In de hier beschouwde periode werden ons notulen voorgelegd van vergaderingen van het strategisch comité van 23 oktober 2009, 22 juni en 15 december 2010 en 22 februari, 9 mei, 26 mei en 3 augustus 2011. Naast de voorzitter van de raad van bestuur en de CEO namen volgende bestuurders deel aan de vergaderingen: Van Loo, Bourges, Thiry, Swiggers, Gausset-Grainville (in vervanging van de Romanet), Vermeiren. De besproken onderwerpen betroffen voornamelijk de uitvoering van het herstelplan, de *deleveraging*, de resultaten van de *stress tests* en de ontwikkeling van de liquiditeit. In die

¹ Dexia NV, Persbericht 6 april 2011, *Bezoldigingsbeleid voor directieleden*.

en ce sens que durant cette période, le comité stratégique a agi plutôt comme un conseil d'administration à composition restreinte. À différents moments, ce comité s'est également soucié de l'impact sur les résultats et de la possibilité de distribuer des dividendes d'un *deleveraging* accéléré.

Ont notamment fait l'objet d'une réunion les sujets suivants:

- 23/10/2009: informations relatives aux négociations avec la Commission européenne.

- 22/6/2010: communication des *stress tests* menés par le CEBS au 31 décembre 2009, en mentionnant qu'ils ne révèlent aucun problème de solvabilité pour Dexia mais que si l'on incluait les risques souverains, cela aurait un effet pénalisant pour Dexia. Discussion du *deleveraging* et de la nécessité de l'accélérer en raison de la crise souveraine. Il est décidé que priorité doit être donnée au *deleveraging* mais que les ventes pouvant avoir un impact potentiel important sur le résultat doivent d'abord être approuvées par le conseil d'administration.

- 15/12/2010: examen d'une proposition visant à créer une nouvelle structure juridique du groupe dans le prolongement de la stratégie telle qu'annoncée lors de l'*Investor Day*.

La structure actuelle et la répartition des actifs en *run-off* sur plusieurs entités provoquent des limitations. L'une des difficultés de gérer le groupe provient également du fait que Dexia SA n'a pas le statut de banque, ce qui influe sur les ratios des prêts intra-groupe autorisés par les organes de surveillance. Deux modèles sont proposés au comité: faire du holding une banque dans laquelle la gestion de trésorerie et les portefeuilles sont regroupés en *run-off* ou fusionner Dexia SA et DBB. Ces nouvelles structures doivent faciliter le financement intra-groupe (sans celui-ci, DBB devrait faire l'objet de capitalisations supplémentaires considérables pour pouvoir continuer à financer les filiales). Le comité décide que les deux pistes doivent être approfondies avec l'aide d'une banque d'affaires sur tous les plans, y compris les effets sur la politique des dividendes.

- 22/2/2011: trois scénarios de réorganisation sont examinés: a) deux banques en Belgique (Dexia SA et DBB); b) fusion de Dexia SA avec DBB et maintien de DCL et c) création d'une seule grande banque issue de la fusion de Dexia SA, DBB et DCL. Il est également renvoyé à l'impact potentiellement négatif sur la franchise, en Belgique, de transferts de portefeuilles, ou de fusions avec DCL et sur l'importance des ratings. En conclusion, le comité estime que le moment n'est guère

zinnig kan men beschouwen dat het strategisch comité in deze periode eerder optrad als een raad van bestuur met beperkte samenstelling. Op verschillende ogenblikken komt ook bij dit comité de bezorgdheid over het effect op de resultaten en de mogelijkheid tot het uitkeren van dividend van een versnelde *deleveraging* aan bod.

Per vergadering werden o.m. volgende onderwerpen behandeld:

- 23/10/2009: informatie betreffende de onderhandelingen met de Europese Commissie.

- 22/6/2010: communicatie van de CEBS *stress tests* per 31 december 2009 met daarbij de vermelding dat hieruit geen solvabiliteitsproblemen blijken voor Dexia maar dat indien de soevereine risico's zouden meegenomen worden dit penalisierend zou zijn voor Dexia. Bespreking van de *deleveraging* en de noodzaak om deze te versnellen wegens de soevereine crisis. Er wordt besloten dat prioriteit dient gegeven te worden aan de *deleveraging* maar dat verkopen die een potentieel belangrijk effect op het resultaat hebben eerst door de raad van Bestuur dienen goedgekeurd te worden.

- 15/12/2010: bespreking van een voorstel voor nieuwe juridische structuur van de groep in het verlengde van de strategie zoals aangekondigd op de *Investor Day*.

De huidige structuur en de verdeling van de activa in *run-off* over verschillende entiteiten veroorzaakt beperkingen. Eén van de moeilijkheden voor het beheer van de groep is ook dat Dexia NV geen bankstatuut heeft wat een invloed heeft op de ratio's van intragroepsleningen toegestaan door de toezichhouders. Twee modellen worden voorgesteld aan het comité: van de holding een bank maken waarin het thesauriebeheer en de portefeuilles in *run-off* worden ondergebracht of de fusie van Dexia NV en DBB. Deze nieuwe structuren moeten de intragroepsfinanciering vergemakkelijken (zonder dit zou DBB aanzienlijk moeten extra gekapitaliseerd worden om de *funding* aan zustervenootschappen voort te zetten). De vergadering besluit dat de twee pistes verder moeten onderzocht worden met een zakenbank op alle gebieden, inclusief het effect op dividendpolitiek.

- 22/2/2011: 3 mogelijke scenario's van reorganisatie worden besproken: a) twee banken in België (Dexia NV en DBB); b) fusie van Dexia NV met DBB en behoud van DCL en c) oprichting één grote bank door fusie van Dexia NV, DBB en DCL. Er wordt ook verwezen naar de mogelijk negatieve impact op de franchise in België van transfers van portefeuilles of fusies met DCL en naar het belang van de ratings. Als conclusie denkt het comité dat het nu niet het opportuun moment is om de

opportun pour modifier la structure juridique. Il demande également à la direction de formuler des propositions relatives à un *deleveraging* accéléré, assorti éventuellement d'autres ventes de participations pouvant limiter l'impact négatif sur les résultats du groupe.

- 9/5/2011: des informations sont communiquées au sujet des négociations avec la Commission européenne. Des propositions ont été formulées en vue de procéder à un *deleveraging* accéléré par la vente du portefeuille *Financial Products* et d'autres formules. Vu l'importance de l'impact sur les résultats, la possibilité d'intégrer éventuellement le portefeuille *Financial Products* dans une entité distincte sera examinée. Des informations sont communiquées au sujet des dossiers examinés par l'autorité de contrôle, notamment la déduction des fonds propres des prêts à certains actionnaires et la limitation du financement intragroupe.

- 26/5/2011: examen des retraits de fonds et de dépôts et évolution de la liquidité. Examen du *deleveraging* accéléré.

- 3/8/2011: examen de l'évolution défavorable de la liquidité et de la possibilité d'une vente accélérée de certaines composantes du groupe, dès lors que l'incertitude grandit quant à la vente de Crediop et de Sabadell. Il est décidé de recommander au conseil d'administration de donner mandat à la direction de mener des discussions avec la Commission européenne en vue d'obtenir un assouplissement des ratios à la lumière de la crise en cours.

4.3 Comité d'audit

Le fonctionnement du comité d'audit a été profondément modifié après le sauvetage de Dexia en 2008. À la demande du président du comité, celui-ci a été dédoublé en deux comités partiels: le comité de contrôle interne, des risques et de la conformité, d'une part, et le comité des comptes, d'autre part. Cette scission devait permettre de mieux répartir la charge de travail et d'associer au processus des administrateurs jouissant des compétences idoines. Alors qu'au cours de la période précédant le sauvetage, le comité d'audit ne comptait dans la pratique que deux membres actifs, après novembre 2008, quatre ou cinq administrateurs au moins étaient présents aux réunions. Les deux comités — qui forment ensemble le comité d'audit — conformément à la loi du 17 décembre 2008 instituant notamment un comité d'audit dans les sociétés cotées et les établissements financiers, se réunissent au moins une fois par an. Le comité d'audit est composé exclusivement d'administrateurs non exécutifs parmi lesquels au moins un administrateur indépendant et un administrateur compétent en matière de comptabilité et d'audit.

juridische structuur te wijzigen. Het comité vraagt ook aan het management om voorstellen te doen aangaande versnelde *deleveraging*, eventueel gepaard gaande met andere verkopen van participaties die de negatieve impact op de groepsresultaten kunnen beperken.

- 9/5/2011: er wordt informatie gegeven over de onderhandelingen met de Europese Commissie. Voorstellen worden voorgelegd om tot versnelde *deleveraging* over te gaan door verkoop van de *Financial Products* portefeuille en andere formules. Gezien de belangrijke impact op de resultaten zal onderzocht worden of de *Financial Products* portefeuille eventueel in een aparte entiteit kan ondergebracht worden. Er wordt informatie gegeven over de dossiers in behandeling bij de toezichthouder, namelijk de aftrek van de leningen aan sommige aandeelhouders van het eigen vermogen en de beperking van de intragroepsfinanciering.

- 26/5/2011: bespreking van opvragingen van fondsen en deposito's en evolutie van de liquiditeitsituatie. Bespreking van versnelde *deleveraging*.

- 3/8/2011: bespreking van de ongunstige evolutie van de liquiditeit en de mogelijkheid om versneld onderdelen van de groep te verkopen daar de verkoop van Crediop en Sabadell meer en meer onzeker is. Er wordt beslist aan de raad van bestuur aan te bevelen het management te mandateren om besprekingen te voeren met de Europese Commissie om een versoepeling van de ratio's te bereiken in het licht van de ontwikkelende crisis.

4.3 Auditcomité

De werking van het Auditcomité werd grondig gewijzigd na de redding van Dexia in 2008. Op vraag van de voorzitter van het comité werd dit gesplitst in twee deelcomités: het comité van interne controle, risico's en conformiteit enerzijds en het rekeningencomité anderzijds. Deze splitsing moest toelaten om de werklust beter te kunnen spreiden en bestuurders met gepaste bekwaamheid in het proces te betrekken. In tegenstelling tot de periode voor de redding, waarbij het auditcomité in de praktijk slechts twee functionerende leden telde, waren er na november 2008 steeds minstens 4 of 5 bestuurders op de vergaderingen aanwezig. De twee comités — die samen het auditcomité vormen — komen minstens één keer per jaar samen, in overeenstemming met de wet van 17 december 2008 tot oprichting van een auditcomité in beursgenoteerde vennootschappen en financiële instellingen. Het auditcomité bestaat enkel uit niet-uitvoerende bestuurders, waaronder minstens één onafhankelijke bestuurder en één bestuurder die bevoegd is op het vlak van boekhouding en audit.

Chaque trimestre, les résultats sont examinés au sein du Comité des comptes avec commentaire des constatations du commissaire. Il ressort des procès-verbaux des comités (jusqu'à la réunion du 8 septembre 2011) que les points suivants, notamment, ont été abordés durant les réunions (les deux sous-comités réunis):

- 6/11/2008: discussion des faiblesses constatées dans la gestion des accords sur les garanties (*collateralization*) et d'une proposition visant à scinder le comité (cf. ci-dessus)

- 13/11/2008: comité d'audit spécial destiné à examiner la situation de FSA (et les résultats au 30/09/2008).

- 23/1/2009: suivi du plan d'audit 2008 et examen du plan d'audit 2009. Examen du budget 2009 et de ses principales hypothèses. Au cours de cette réunion est également abordée la question des prêts accordés à certains actionnaires de Dexia SA. Sur la base de deux notes juridiques rédigées par un bureau externe et portant sur les prêts accordés par DBB à Arcofin et au Holding communal en vue du financement partiel de leur participation dans l'augmentation de capital de 2008, il a pu être conclu que ceux-ci ne posent pas de problème par rapport à la législation en vigueur s'ils sont accordés dans des conditions normales. Le comité d'audit n'avait toutefois pas été informé de l'octroi de ces prêts par les canaux habituels.

- 20/2/2009: examen du rapport de la fonction de *compliance* en 2008 et du calendrier pour 2009. Examen de la gestion des risques juridiques et du rapportage de l'audit interne. Un grand nombre des recommandations de l'audit n'ont pas encore été mises en œuvre et le délai est déjà passé pour nombre d'entre elles, en raison notamment des modifications successives apportées au niveau de l'organisation et des responsables.

- 7/5/2009: poursuite du suivi des risques juridiques.

- 25/8/2009: suivi des activités d'audit interne. Il en ressort notamment qu'en raison de l'ancien modèle de gestion décentralisée, le contrôle exercé par la société mère sur les entités n'est pas toujours suffisant.

- 9/11/2009: examen des comptes au 30/09/2009 et projet de communiqué de presse à ce propos.

Elk kwartaal werden in het rekeningencomité de resultaten besproken met daarbij toelichting van de bevindingen van de commissaris. Op basis van de notulen van de comités (tot de vergadering van 8 september 2011), blijkt dat o.m. volgende andere punten aan bod kwamen tijdens de vergaderingen (de twee deelcomités samengenomen):

- 6/11/2008: bespreking van zwakheden vastgesteld in het beheer van waarborgovereenkomsten (*collateralization*) en van een voorstel om het comité te splitsen (zie hierboven).

- 13/11/2008: bijzonder auditcomité voor de bespreking van de situatie van FSA (en de resultaten per 30/9/2008).

- 23/1/2009: opvolging van het auditplan 2008 en bespreking van het auditplan 2009. Bespreking van het budget 2009 en zijn belangrijkste hypothesen. In deze vergadering komen ook de leningen aan sommige aandeelhouders van Dexia NV aan bod. Op basis van twee juridische nota's opgesteld door een extern kantoor met betrekking tot de leningen verstrekt door DBB aan Arcofin en de Gemeentelijke Holding voor de gedeeltelijke financiering van hun deelname in de kapitaalverhoging van 2008, kon besloten worden dat deze geen probleem stellen op het vlak van de wetgeving indien deze onder normale voorwaarden werden toegekend. Het auditcomité was echter niet via de normale kanalen op de hoogte gesteld van de toekenning van deze leningen.

- 20/2/2009: bespreking van het verslag van de *compliance* functie in 2008 en de planning voor 2009. Bespreking van het beheer van de juridische risico's en van de rapportering van de interne audit. Een groot aantal van de audit aanbevelingen staat nog open en voor vele is de termijn al verstreken. Dit wordt mede veroorzaakt door de achtereenvolgende wijzigingen in de organisatie en van de verantwoordelijken.

- 7/5/2009: verdere opvolging van de juridische risico's.

- 25/8/2009: opvolging van de interne audit werkzaamheden. Hieruit blijkt onder meer dat omwille van het vroegere gedecentraliseerde beheersmodel, de controle van de moedermaatschappij over de entiteiten niet altijd voldoende is.

- 9/11/2009: bespreking van de rekeningen per 30/9/2009 en het ontwerp van perscommuniqué daarover.

- 26/11/2009: suivi des recommandations de l'audit interne et de l'effet du plan de transformation sur les fonctions essentielles telles que *risk, compliance, legal, tax & audit*. Il est constaté que la réduction des effectifs en personnel entraîne une forte pression sur les fonctions de support. Examen du budget 2010. Le CEO présente également les résultats d'un modèle sur 10 ans de Dexia. Il en ressort qu'après une période de *deleveraging*, le portefeuille résiduel du groupe n'aura plus d'incidence sur les résultats.

- 26/1/2010: suivi de la MIFID et activités d'audit interne.

- 22/2/2010: examen des comptes annuels 2009.

- 25/3/2010: examen du *risk management* et des crédits structurés. Examen de formules possibles d'octroi de dividendes tout en respectant les exigences de la Commission européenne.

- 12/4/2010: examen de la *Legacy Portfolio Management Division*.

- 7/5/2010: résultats et communiqué de presse concernant le premier trimestre 2010.

- 4/8/2010: suivi du plan d'audit et matières liées au *Compliance Legal & Tax*.

- 8/11/2010: examen de la liquidité, notamment annonce par le commissaire que les ratios de liquidité réglementaires de la CBFA et de l'ACP ne sont pas respectés par Dexia SA, DBB et DCL.

- 16/12/2010: examen du budget 2011.

- 21/2/2011: examen du *Compliance Legal & Tax* et de l'évolution du *deleveraging*, du financement et de la liquidité, notamment à la lumière de la crise souveraine.

- 16/3/2011: examen des comptes annuels et des comptes consolidés.

- 9/5/2011: suivi des plans d'action à la suite des recommandations d'audit concernant TFM. Examen du *funding* en USD et des risques d'une nouvelle dégradation à cet égard.

- 20/6/2011: examen du risque lié à une dégradation de la note et à la vente du portefeuille *Financial Products*.

- 7/7/2011: examen des résultats des *stress tests* DLU.

- 26/11/2009: opvolging van de interne audit aanbevelingen en van het effect van het transformatieplan op de essentiële functies zoals *risk, compliance, legal, tax & audit*. Er wordt vastgesteld dat door de vermindering van de personeelsaantallen er grote druk is op de supportfuncties. Bespreking van het budget 2010. De CEO presenteert tevens de resultaten van een model op 10 jaar van Dexia. Hieruit blijkt dat na de periode van *deleveraging*, de residuele portefeuille van de groep niet verder op de resultaten zal wegen.

- 26/1/2010: opvolging van MIFID en interne audit werkzaamheden.

- 22/2/2010: bespreking van de jaarrekening 2009.

- 25/3/2010: bespreking van *risk management* en gestructureerde kredieten. Bespreking van mogelijke formules van dividendtoekenning die de vereisten van de Europese Commissie zouden respecteren.

- 12/4/2010: bespreking *Legacy Portfolio Management Division*.

- 7/5/2010: resultaten en persbericht eerste kwartaal 2010.

- 4/8/2010: opvolging audit plan en *Compliance Legal & Tax* materies.

- 8/11/2010: bespreking van de liquiditeit, o.m. mededeling door de commissaris dat de reglementaire liquiditeitsratio's van CBFA en ACP niet gerespecteerd worden door Dexia NV, DBB en DCL.

- 16/12/2010: bespreking van het budget 2011.

- 21/2/2011: bespreking *Compliance Legal & Tax* en van de evolutie van de *deleveraging*, financiering en liquiditeit, o.m. in het licht van de soevereine crisis.

- 16/3/2011: bespreking jaarrekening en geconsolideerde rekeningen.

- 9/5/2011: opvolging van de actieplannen als gevolg van de audit aanbevelingen met betrekking tot TFM. Bespreking van de *funding* in USD en risico's van een verdere *downgrading* in dit verband.

- 20/6/2011: bespreking van het risico van een *downgrading* van de rating en van de verkoop van de portefeuille *Financial Products*.

- 7/7/2011: bespreking van de resultaten van de EBA stress tests.

- 3/8/2011: une partie de cette réunion s'est déroulée conjointement avec le comité d'audit de DBB. On y a notamment discuté de la liquidité, des risques d'une dégradation et du *deleveraging* (notamment de la vente du portefeuille *Financial Products* et des conditions de la BNB à cet égard).

- 8/9/2011: examen de la situation de liquidité tendue et suivi des activités d'audit interne.

Le comité et ses sous-comités se réunissaient très fréquemment et semblent avoir consacré de l'attention aux points importants dans leur domaine de compétence. Ils étaient aidés en la matière par l'audit interne qui, contrairement à la période précédant la crise de 2008, avait également une meilleure vue d'ensemble des autres parties du groupe. Le président du comité d'audit estime également que les informations reçues par le comité durant cette période étaient transparentes et complètes. Cela permettait malgré tout, selon lui, de remplir la mission très vaste dans les meilleures conditions. Le CEO de Dexia était d'ailleurs présent à toutes les réunions. Les informations reçues par le comité d'audit étaient également à la disposition des administrateurs qui n'en faisaient pas partie.

5. Les actionnaires de référence

Les actionnaires de référence publics et privés sont associés de près à la politique de Dexia en raison de leur représentation au sein du conseil d'administration et des comités. Après le sauvetage de 2008, ils sont tous liés par les choix stratégiques qui ont été effectués à l'époque et, en particulier, par la décision prise de préserver au maximum l'unité du groupe. Du côté français, c'est essentiel pour pouvoir assurer le financement de DCL et l'activité d'octroi de crédits aux collectivités locales. Du côté belge, les actionnaires privés, en raison de leur faible position financière et des engagements pris, dépendent pour leur survie d'un flux de dividendes et/ou du cours boursier de l'action Dexia. Les autorités n'ont pas non plus les capacités budgétaires ni la volonté d'augmenter leur part.

Dans ces circonstances, il n'est dès lors pas étonnant que l'orientation prise par le conseil d'administration durant cette période consiste à exécuter prudemment — avec aussi peu de pertes que possible — le plan de réforme décidé avec la Commission européenne. Le Holding communal et le Groupe Arco occupent une position particulière à cet égard parce qu'ils ont recouru, pour le financement de leur participation à l'augmentation de capital lors du sauvetage de 2008, à des prêts de DBB, en plus de prêts préexistants.

- 3/8/2011: een deel van deze vergadering werd gezamenlijk gehouden met het auditcomité van DBB. Daarbij werden onder meer de liquiditeit, de risico's van een *downgrade* en de *deleveraging* besproken (waaronder de verkoop van de *Financial Products* portefeuille en de voorwaarden van de NBB in dat verband).

- 8/9/2011: bespreking van de gespannen liquiditeits-situatie en opvolging van de interne auditactiviteiten.

Het comité en zijn deelcomités kwamen zeer frequent samen en lijken aandacht te hebben gehad voor de belangrijke punten binnen hun bevoegdheidsdomein. Zij werden hierin bijgestaan door de interne audit die, in tegenstelling tot de periode vóór de crisis van 2008, ook meer zicht had op de andere delen van de groep. De voorzitter van het auditcomité is ook van mening dat de informatie die het comité in deze periode ontving transparant en volledig was. Dit liet volgens hem ook toe om de zeer omvangrijke taak toch in de beste omstandigheden te vervullen. De CEO van Dexia was trouwens op alle vergaderingen aanwezig. De informatie die het auditcomité ontving was ook beschikbaar voor de bestuurders die hiervan geen deel uitmaakten.

5. De referentieaandeelhouders

De publieke en private referentieaandeelhouders zijn van nabij betrokken bij het beleid van Dexia door hun vertegenwoordiging in de raad van bestuur en de comités. Na de redding van 2008 zijn zij allen gebonden door de strategische keuzes die toen gemaakt zijn en in het bijzonder de beslissing die werd genomen om de groep zoveel mogelijk als een geheel te behouden. Van Franse zijde is dit essentieel om de financiering van DCL en de activiteit van kredietverlening aan de lokale collectiviteiten te kunnen verzekeren. Aan de Belgische kant zijn de private aandeelhouders, wegens hun zwakke financiële positie en de genomen engagementen voor hun overleven afhankelijk van een dividendestroom en/of de beurskoers van het Dexia aandeel. De overheden hebben ook niet de budgettaire mogelijkheden of wil om hun aandeel te vergroten.

In die omstandigheden is het dan ook niet verwonderlijk dat de sturing die uitgaat van de raad van bestuur tijdens deze periode er een is van voorzichtig — met zo weinig mogelijk verliezen — het met de Europese Commissie afgesproken hervormingsplan uit te voeren. De Gemeentelijke Holding en de Groep Arco bekleden een bijzondere positie in dit verband omdat zij voor de financiering van hun deelname aan de kapitaalverhoging bij de redding in 2008 een beroep deden op leningen van DBB, bovenop leningen die al vroeger uitstonden.

Le Holding communal était, parmi d'autres, à la base de la création du groupe Dexia et considérait dès lors que sa participation était d'une importance stratégique, notamment en raison du souci de ses actionnaires, les communes, de pouvoir continuer à compter sur Dexia banque pour bénéficier d'un service financier et de financements. Après l'augmentation de capital d'octobre 2008, le Holding communal était encore actionnaire de Dexia à hauteur de 14,02 % (contre 16,2 % au 31 décembre 2007).

Du fait de l'augmentation de capital d'octobre 2008, la participation du Groupe Arco a été réduite à 13,87 % (contre 17,7 % au 31 décembre 2007). Arco est cependant resté un actionnaire de référence important et croyait dans le plan de restructuration. Le groupe souhaitait dès lors continuer à peser, essentiellement, sur la politique de DBB en tant que banque systémique belge. Les possibilités de se défaire de la participation dans Dexia étaient d'ailleurs très limitées.

En 2007, certains actionnaires (Arcofin, le Holding communal, la Caisse des Dépôts et Consignations, Ethias et CNP Assurances) ont conclu un accord en vertu duquel il s'engageaient à se concerter dans certaines circonstances, mais à tout de même garder la possibilité de prendre librement et séparément leurs décisions en ce qui concerne les résolutions devant être approuvées à l'égard de la société. Ce pacte d'actionnaires a été conclu et communiqué à la CBFA et à Dexia afin d'éviter que des contacts occasionnels entre ces actionnaires ne puissent entraîner une offre publique de reprise telle que prévue par la loi du 1^{er} avril 2007. Selon des déclarations effectuées au cours des auditions, c'était là l'unique objectif visé par ce pacte. Les participants à ce pacte ne semblent avoir examiné un point important qu'à deux occasions: une première fois, concernant l'examen d'une éventuelle fusion entre Dexia SA et DBB (à la suite laquelle le holding acquerrait le statut de banque) et une seconde fois, en mai 2011, à la suite des propositions relatives au *deleveraging* mentionné. Ces aspects ont été traités dans la partie relative à la crise de la dette souveraine.

5.1 Prêts accordés au Groupe Arco et au Holding communal en vue de la souscription à l'augmentation de capital de Dexia SA

Le 30 septembre 2008, Arcofin (Groupe Arco) et le Holding Communal ont souscrit à une augmentation de capital pour le sauvetage de Dexia SA à concurrence respectivement de 350 millions d'euros et 500 millions d'euros. Bien que ces actionnaires de référence n'eussent pas eux-mêmes les moyens nécessaires pour participer à cette augmentation de capital, d'une part,

De Gemeentelijke Holding lag mede aan de basis van het ontstaan van de Dexia groep en beschouwde de participatie dan ook van strategisch belang onder meer omwille van de zorg van zijn aandeelhouders, de gemeenten, om op Dexia bank te kunnen blijven rekenen voor financiële dienstverlening en financieringen. Na de kapitaalverhoging van oktober 2008 was de Gemeentelijke Holding nog voor 14,02 % aandeelhouder van Dexia (tegenover 16,2 % op 31 december 2007).

Door de kapitaalverhoging van oktober 2008 is de participatie van de Groep Arco teruggelopen tot 13,87 % (in vergelijking met 17,7 % op 31 december 2007). Arco blijft echter een belangrijk referentieaandeelhouder en geloofde in het herstructureringsplan. De groep wou dan ook blijven wegen op het beleid van vooral DBB als Belgische systeembank. De mogelijkheden om de participatie in Dexia van de hand te doen waren trouwens heel beperkt.

In 2007 sloten sommige aandeelhouders (Arcofin, de Gemeentelijke Holding, de Caisse des Dépôts et Consignations, Ethias en CNP Assurances) een overeenkomst om bij bepaalde gelegenheden overleg te plegen en toch afzonderlijk de mogelijkheid te blijven hebben om vrij te beslissen over de resoluties die moeten worden goedgekeurd ten aanzien van de vennootschap. Dit aandeelhouderspact werd aangegaan en bekendgemaakt aan de CBFA en aan Dexia, om te vermijden dat occasionele contacten tussen deze aandeelhouders zouden kunnen leiden tot een verplichte openbare overnameaanbieding zoals voorzien in de wet van 1 april 2007. Volgens verklaringen tijdens de hoorzittingen werden met dit pact geen andere doelstellingen beoogd. Er lijkt slechts bij twee gelegenheden een belangrijk punt behandeld te zijn door de deelnemers aan dit pact: een eerste maal betreffende het bestuderen van een mogelijke fusie van Dexia NV en DBB (waardoor de holding het statuut van bank zou verwerven) en een tweede maal in mei 2011 naar aanleiding van de voorstellen tot vermelde *deleveraging*. Deze aspecten worden behandeld in het deel betreffende de staatsschuldcrisis.

5.1 Leningen aan de Groep Arco en de Gemeentelijke Holding voor de inschrijving op de kapitaalverhoging van Dexia NV

Op 30 september 2008 hebben Arcofin (Groupe Arco) en de Gemeentelijke Holding ingeschreven op een kapitaalverhoging voor de redding van Dexia NV voor respectievelijk 350 miljoen euro en 500 miljoen euro. Hoewel deze referentieaandeelhouders zelf niet de nodige middelen hadden om aan deze kapitaalverhoging deel te nemen, wensten zij blijkbaar enerzijds een te

ils souhaitaient manifestement éviter une trop grande dilution de leur actionnariat et, d'autre part, il semble qu'ils aient également subi des pressions de la part des autorités afin de procéder à la souscription. Le Groupe Arco et le Holding Communal ont financé une partie de l'achat de ces nouvelles actions par le biais d'emprunts à long terme auprès de DBB à concurrence respectivement de 200 millions d'euros et 300 millions d'euros.

Le 31 décembre 2008, la participation d'Arcofin dans Dexia SA représentait 2 479 millions d'euros, soit 96 % du total de son bilan (avec une valeur comptable moyenne de 10,1 euros par action à comparer avec un cours de l'action Dexia de 3,2 euros au 31 décembre 2008). Les revenus d'Arcofin provenaient dès lors pratiquement exclusivement de dividendes de Dexia. La participation du Holding communal dans Dexia SA représentait une valeur comptable de 1 796 millions d'euros, soit 68 % du total du bilan (avec une valeur comptable moyenne par action de 7,2 euros à comparer avec un cours de 3,2 euros par action). Au 31 décembre 2008, les dettes financières du Holding communal se composaient à 84 % de dettes envers DBB (1 400 millions d'euros), qui étaient notamment garanties pour 800 millions d'euros (50 % du pouvoir fédéral et 50 % des Régions) jusqu'au 30 septembre 2009.

Ces emprunts soulèvent un certain nombre de questions du point de vue du Code des sociétés et de la détermination prudentielle des fonds propres d'un établissement de crédit. L'article 629 du Code des sociétés, qui définit les modalités et les limitations relatives au financement par une société anonyme de l'acquisition de ses titres par un tiers ne s'applique pas, au sens strict, au financement par une société (DBB) de l'acquisition d'actions de sa société mère (Dexia SA). L'article 630 du Code des sociétés, qui impose des limitations à la prise en gage par une société ou ses filiales d'actions de cette société, est toutefois d'application. Cet article n'autorise la prise en gage que si les transactions sous-jacentes ont été réglées aux conditions "normales" et sous les garanties "normales" exigées pour des transactions de la même espèce effectuées par des établissements de crédit. Lorsque l'organe de contrôle, à la suite d'une inspection, et le comité d'audit de Dexia SA, qui n'avait pas été informé préalablement, ont pris connaissance de ces emprunts pour l'augmentation de capital, une enquête a été ouverte et un avis juridique a notamment été demandé. Cet avis fourni par Clifford Chance le 5 mars 2009 mentionne que sur la base des circonstances communiquées par DBB, l'application de l'article 630 ne poserait aucun problème. Selon Clifford Chance, la situation "circulaire" des risques et des garanties ne constitue pas un problème. Un rap-

grote verwatering van hun aandeelhouderschap te vermijden en werden zij anderzijds naar verluidt ook door de overheden onder druk gezet om in te schrijven. Groep Arco en de Gemeentelijke Holding hebben een deel van de aankoop van deze nieuwe aandelen gefinancierd via leningen op lange termijn bij DBB voor respectievelijk 200 miljoen euro en 300 miljoen euro.

Op 31 december 2008 vertegenwoordigde de deelneming van Arcofin in Dexia NV 2 479 miljoen euro of 96 % van haar balanstotaal (met een gemiddelde boekwaarde van 10,1 euro per aandeel in vergelijking met een beurskoers van het aandeel Dexia van 3,2 euro op 31 december 2008). De inkomsten van Arcofin kwamen dan ook bijna uitsluitend voort uit dividend van Dexia. De deelneming van de Gemeentelijke Holding in Dexia NV vertegenwoordigde een boekwaarde van 1 796 miljoen euro of 68 % van het balanstotaal (met een gemiddelde boekwaarde per aandeel van 7,2 euro in vergelijking met een beurskoers van 3,2 euro per aandeel). De financiële schulden van de Gemeentelijke Holding bestonden op 31 december 2008 voor 84 % uit schulden aan DBB (1 400 miljoen euro), waartegen o.m. waarborgen stonden voor 800 miljoen euro (50 % van de federale overheid en 50 % van de Gewesten) tot 30 september 2009.

Deze leningen doen een aantal vragen rijzen vanuit het oogpunt van de vennootschappenwet en de prudentiële bepaling van het eigen vermogen van een kredietinstelling. Artikel 629 W. Venn. dat de modaliteiten en beperkingen in verband met de financiering door een naamloze vennootschap van de verkrijging van haar effecten door een derde bepaalt is strikt genomen niet van toepassing op de financiering door een vennootschap (DBB) van de verwerving van aandelen van haar moedermaatschappij (Dexia NV). Het artikel 630 W. Venn. dat beperkingen oplegt bij het in pand nemen door een vennootschap of haar dochters van aandelen van deze vennootschap is echter wel van toepassing. Dit artikel laat het in pand nemen slechts toe indien de onderliggende transacties afgehandeld worden onder "normale" voorwaarden en met "normale" waarborgen zoals deze gevraagd worden voor gelijkaardige transacties door kredietinstellingen. Toen de toezichthouder naar aanleiding van een inspectie en het auditcomité van Dexia NV, dat niet voorafgaandelijk op de hoogte was gesteld, in kennis kwamen van deze leningen voor de kapitaalverhoging werd een onderzoek ingesteld en onder meer een juridisch advies opgevraagd. Dit advies van Clifford Chance van 5 maart 2009 vermeldt dat, op basis van de door DBB medegedeelde omstandigheden, er geen probleem zou zijn met de toepassing van artikel 630. De "circulaire" situatie van de risico's

port rédigé par le commissaire de DBB (Deloitte) à la demande de la CBFA confirme également qu'il n'existe pas d'indications selon lesquelles les prêts n'auraient pas été accordés aux conditions normales et sous les garanties normales.

On peut se demander si, lors de l'appréciation de l'applicabilité de l'article 629, on n'a pas trop appliqué le principe selon lequel la forme prime la substance. Étant donné la grande intrication entre Dexia SA et DBB et les circonstances spécifiques dans lesquelles ces transactions ont été réglées, on pourrait dire que les parties auraient dû faire preuve d'une plus grande prudence et auraient dû privilégier la véritable substance des transactions. Dans ce cadre, il est d'ailleurs singulier que le comité d'audit de Dexia SA n'ait pas été informé des prêts accordés en vue de l'augmentation de capital et ait ordonné une enquête approfondie lorsque cette information a été connue. Compte tenu du fait que l'augmentation de capital a eu lieu dans le cadre d'une opération de sauvetage du groupe Dexia et que la situation financière du Groupe Arco et du Holding communal est étroitement liée à la solvabilité, à la rentabilité et au cours de bourse de Dexia SA, on peut se demander si ces transactions étaient justifiées d'un point de vue économique et déontologique.

Le test fondamental pour déterminer si les conditions de l'article 630 étaient remplies semble être de savoir si un autre établissement de crédit aurait accepté d'accorder ces prêts à des conditions similaires. Au cours des auditions, il a été précisé que d'autres banques ont été sollicitées mais n'étaient pas disposées à assumer ces financements. Eu égard à la très courte période disponible pour exécuter l'opération, il ne s'agit toutefois pas d'une indication absolue que les conditions de l'article 630 n'étaient pas remplies. La très forte dépendance du Groupe Arco et du Holding communal par rapport à la situation financière du groupe Dexia soulève toutefois de sérieuses questions quant à la conformité des prêts supplémentaires aux conditions du marché. Chez Arcofin, la participation dans Dexia représentait plus de 90 % des actifs (à un cours de 18,61 euros au 31 décembre 2007). Au Holding communal, la participation dans Dexia représentait plus de 50 % du total du bilan (l'action Dexia étant valorisée à 7,2 euros au 31 décembre 2007). Avant les prêts en vue du financement de l'augmentation de capital, DBB avait déjà accordé des prêts à Arcofin (250 millions d'euros) et au Holding communal (1,8 milliard d'euros). Dans une note de DBB datée du 25 septembre 2008, on peut d'ailleurs lire: "*La qualité financière d'Arcofin est donc presque totalement dépendante de la participation dans Dexia SA.*". Il en découle que les revenus d'Arcofin provenaient

en de zekerheden vormt volgens Clifford Chance geen probleem. Een verslag opgesteld door de commissaris van DBB (Deloitte) op vraag van de CBFA bevestigt ook dat er geen indicaties zijn dat de leningen niet onder normale voorwaarden en met normale waarborgen zouden toegekend zijn.

Men kan zich afvragen of bij de beoordeling omtrent de toepasselijkheid van artikel 629 niet te veel het *form over substance* principe werd gehanteerd. Gezien de grote verwevenheid tussen Dexia NV en DBB en de specifieke omstandigheden waarin deze transacties werden afgewikkeld, zou men kunnen stellen dat de partijen een grotere voorzichtigheid hadden moeten aan de dag leggen en de echte substantie van de transacties hadden moeten laten primeren. In dit verband is het trouwens opmerkelijk dat het auditcomité van Dexia NV niet op de hoogte was van de leningen verstrekt voor de kapitaalverhoging en een grondig onderzoek heeft bevolen toen deze informatie bekend werd. Rekening houdende met het feit dat de kapitaalverhoging gebeurde in het kader van een reddingsoperatie van de Dexia groep en dat de financiële situatie van de Groep Arco en de Gemeentelijke Holding zeer nauw samenhangen met de solvabiliteit, de rentabiliteit en de beurskoers van Dexia NV kan men zich de vraag stellen of deze transacties verantwoord waren vanuit een economisch en deontologisch oogpunt.

De essentiële toetsing om uit te maken of de voorwaarden van art. 630 vervuld waren, lijkt de vraag te zijn of een andere kredietinstelling deze leningen aan soortgelijke voorwaarden had willen toestaan. Er is tijdens de hoorzittingen vermeld dat andere banken werden aangezocht maar niet bereid werden gevonden om deze financiering op zich te nemen. Gezien de zeer korte periode die beschikbaar was om de operatie uit te voeren, is dit echter geen absolute indicatie dat de voorwaarden van art. 630 niet vervuld zouden zijn. De zeer grote afhankelijkheid van de Groep Arco en de Gemeentelijke Holding van de financiële situatie van de Dexia groep maakt echter dat ernstige vragen kunnen worden gesteld bij het marktconforme karakter van de bijkomende leningen. Bij Arcofin vertegenwoordigde de deelneming in Dexia meer dan 90 % van de activa (aan een koers van 18,61 euro per 31 december 2007). Bij de Gemeentelijke Holding vertegenwoordigde de deelneming in Dexia meer dan 50 % van het balanstotaal (aandeel Dexia gewaardeerd tegen 7,2 euro per 31 december 2007). Vóór de leningen ter financiering van de kapitaalverhoging had DBB reeds leningen verstrekt aan Arcofin (250 miljoen euro) en de Gemeentelijke Holding (1,8 miljard euro). In een nota van DBB van 25 september 2008 kan men trouwens lezen: "*La qualité financière d'Arcofin est donc presque totalement dépendante de la participation dans Dexia SA.*". Hieruit

presque exclusivement de dividendes de Dexia SA. Au Holding communal aussi, la principale source de revenus était le versement de dividendes de Dexia SA.

Il convient également de se poser la question de savoir si ces prêts peuvent être considérés comme des opérations bancaires courantes sans l'angle de l'appréciation de la conformité avec l'article II.1., § 4, 7°, du règlement de la CBFA du 17 octobre 2006 relatif aux fonds propres des établissements de crédit. Dexia est toujours partie du principe que les prêts à Arcofin et au Holding communal devaient être considérés comme tels et qu'ils ne devaient dès lors pas être déduits des fonds propres prudentiels. Dexia a argué que ces prêts avaient été soumis à une analyse de crédit habituelle, étaient couverts par des garanties juridiques en fonction des risques et des montants, et avaient été autorisés par le comité de crédit de DBB. Ainsi qu'il a été indiqué plus haut, l'analyse de Dexia a ensuite été confirmée par l'avis juridique de Clifford Chance.

En tant qu'autorité de surveillance, la CBFA ne partage toutefois pas cette analyse, et elle approfondit cette question dès mars 2009. Elle demande notamment au commissaire agréé un rapport spécial sur le caractère courant ou non des crédits. Le commissaire conclut qu'il n'y a pas d'infraction au Code des sociétés et que rien n'indique qu'il ne s'agit pas d'opérations bancaires courantes. La CBFA maintient qu'il serait préférable qu'un bailleur de fonds externe intervienne, et encourage le groupe Arco et le holding communal en ce sens. Il est toutefois apparu que ce n'était pas possible.

L'autorité de surveillance décide dès lors de prendre des mesures pour tout le secteur bancaire. Celles-ci prennent la forme d'un nouveau règlement relatif aux fonds propres approuvé par l'arrêté royal du 3 septembre 2010 pris en affaires courantes. Ce nouveau règlement² prévoit explicitement ce qui suit:

“Les crédits accordés à des actionnaires pour souscrire à un instrument de capital ou l'acquérir, ainsi que ceux dont les remboursements et paiements d'intérêt dépendent essentiellement des revenus que l'actionnaire pourrait percevoir des instruments en fonds propres qu'il détient dans l'établissement, sont

² CIRCULAIRE PPB-2007-1-CPB aux établissements de crédit, sociétés de bourse, sociétés de gestion de fortune, sociétés de placement d'ordres en instruments financiers, organismes de liquidation et organismes assimilés à des organismes de liquidation et aux compagnies financières relative à l'arrêté de la Commission bancaire, financière et des assurances du 17 octobre 2006 concernant le règlement relatif aux fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

volgt dat de opbrengsten van Arcofin bijna uitsluitend voortkwamen uit dividenden vanwege Dexia NV. Ook bij de Gemeentelijke Holding was de voornaamste bron van inkomsten de dividendenstroom vanwege Dexia NV.

Ook voor de beoordeling van de conformiteit met artikel II.1., § 4, 7°, van het Reglement van de CBFA van 17 oktober 2006 aangaande het eigen vermogen van kredietinstellingen moet de vraag gesteld worden of deze leningen kunnen gezien worden als courante bankverrichtingen. Dexia is er steeds van uitgegaan dat de leningen aan Arcofin en de Gemeentelijke Holding wel degelijk als dusdanig moeten beschouwd worden en dat zij bijgevolg niet moesten afgetrokken worden van het prudentieel eigen vermogen. Dexia argumenteerde dat de leningen aan een gebruikelijke kredietanalyse werden onderworpen, gedekt werden door juridische waarborgen in functie van het risico en bedrag en werden toegestaan door het kredietcomité van DBB. Zoals hiervoor vermeld werd later de analyse van Dexia bevestigd door het juridisch advies van Clifford Chance.

De CBFA is het als toezichthouder echter niet eens met deze analyse en voert vanaf maart 2009 verder onderzoek uit en vraagt onder meer een bijzonder verslag aan de erkende commissaris over het al dan niet courante karakter van de kredieten. De commissaris besluit dat er geen inbreuk is op het Wetboek vennootschappen en dat er geen indicaties zijn dat het niet om courante bankverrichtingen zou gaan. De CBFA blijft van mening dat het beter zou zijn dat een externe geldschieter zou optreden en heeft de groep Arco en de Gemeentelijke Holding in die zin aangespoord. Dit bleek echter niet mogelijk te zijn.

De toezichthouder beslist dan maatregelen te nemen voor de gehele banksector. Dit gebeurde dank zij een nieuw reglement m.b.t. het eigen vermogen, goedgekeurd door het koninklijk besluit van 3 september 2010 getroffen in de periode van lopende zaken. Het nieuwe reglement² voorziet expliciet dat:

“De kredieten die worden toegestaan aan aandeelhouders om in te schrijven op een kapitaalinstrument of om het te verwerven, en de kredieten waarvan de terugbetalingen en interestbetalingen voornamelijk afhangen van de inkomsten die de aandeelhouder zou kunnen krijgen uit de eigenvermogensinstrumenten die

² CBFA (2011) CIRCULAIRE PPB-2007-1-CPB aan de kredietinstellingen, beursvennootschappen, vennootschappen voor vermogenbeheer, vennootschappen voor plaatsing van orders in financiële instrumenten, vereffeninginstellingen en de met vereffeninginstellingen gelijkgestelde instellingen en financiële holdings betreffende het besluit van de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen van 17 oktober 2006 over het reglement op het eigen vermogen van de kredietinstellingen en de beleggingsondernemingen.

considérés par nature comme non courants et doivent être déduits des fonds propres sensu stricto conformément aux commentaires du § 1^{er}, 1^o, a), i). Les autres crédits et engagements qui auraient été accordés à des conditions anormales sont à déduire des fonds propres conformément au point 7^o ci-dessus.”.

Le traitement prudentiel de ces prêts a été décidé le 17 janvier 2011, soit 26 mois après la décision d'augmentation de capital, au cours de la première réunion du Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS) mis en place dans l'intervalle (cf. chapitre 6 de cette partie). Une clause de droits acquis (*grandfathering*) a été appliquée. Celle-ci prévoyait une déduction des fonds propres (Pilier 1) de 20 % en 2014 et une déduction complémentaire annuelle de 20 % pour les années suivantes. Dans le pilier 2 de la réglementation relative aux fonds propres, la déduction a été appliquée immédiatement. Il a également été demandé à DBB de fournir des informations sur l'évolution de la valeur des garanties fournies par le Holding communal et par le Groupe Arco.

5.2 Actionnaires de référence belges et besoin de dividendes

Conformément aux exigences de la Commission européenne, Dexia SA n'était pas autorisée à verser de dividende en espèces jusqu'à la fin 2011. Dès lors que certains actionnaires tels que le Groupe Arco et le Holding communal souhaitaient néanmoins comptabiliser un produit provenant de leur participation dans Dexia (même si ce produit ne leur apportaient aucune liquidité), on a cherché une manière d'accorder néanmoins un dividende qui (i) n'entraînerait pas de décaissement (*cash outflow*) pour Dexia et (ii) pourrait être comptabilisé au titre de produit pour les actionnaires.

On lit dans le rapport annuel 2009 du groupe Dexia:

“Le conseil d'administration souhaite faire bénéficier les actionnaires du résultat positif de Dexia en 2009 sous la forme d'actions nouvelles et proposera, par conséquent, à l'assemblée générale extraordinaire qui se réunira le 12 mai 2010 de procéder à une augmentation de capital d'environ 350 millions d'euros.”.

Et, plus loin:

“Politique de dividende

Conformément à l'accord avec la Commission européenne, Dexia n'est pas autorisé à verser de dividende en espèces jusqu'à la fin 2011. Cependant, le conseil

hij in de instelling bezit, worden omwille van hun aard beschouwd als niet-courant en moeten worden afgetrokken van het eigen vermogen sensu stricto conform de toelichting bij § 1, 1^o, a), i). Andere kredieten en verbintenissen die zouden zijn toegekend tegen abnormale voorwaarden, moeten van het eigen vermogen worden afgetrokken conform punt 7 hierboven.”.

Op 17 januari 2011, 26 maanden na de beslissing tot kapitaalsverhoging, werd tijdens de eerste zitting van het Comité voor Systeemrisico's en Systeemrelevante Financiële Instellingen (CSRSFI) dat intussen in functie is getreden (zie hoofdstuk 6 van dit deel) tot de prudentiële behandeling van zulke leningen beslist. Er is dan een *grandfathering* toegepast waarbij een aftrek van het eigen vermogen (Pijler 1) zou geschieden van 20 % in 2014 en verder elk jaar 20 % bijkomende aftrek. In Pijler 2 van de eigenvermogensreglementering werd de aftrek onmiddellijk toegepast. Ook werd aan DBB gevraagd informatie te leveren over de evolutie van de waarde van de waarborgen geleverd door de Gemeentelijke Holding en de Groep Arco.

5.2 De Belgische referentieaandeelhouders en de nood aan dividend

Ingevolge de eisen van de Europese Commissie kon Dexia NV tot eind 2011 geen dividend in *cash* uitkeren. Aangezien bepaalde aandeelhouders zoals de Groep Arco en de Gemeentelijke Holding toch wensten een opbrengst te boeken uit hun deelneming in Dexia (zelfs indien zulke opbrengst hen geen liquiditeiten opleverde), is men gaan zoeken naar een manier om toch een dividend toe te kennen dat (i) geen *cash outflow* zou betekenen voor Dexia en (ii) als opbrengst zou kunnen geboekt worden bij de aandeelhouders.

In het jaarverslag 2009 van de groep Dexia lezen wij:

“De raad van bestuur wil de aandeelhouders laten delen in het positieve resultaat van Dexia in 2009 in de vorm van nieuwe aandelen. Bijgevolg zal hij de buitengewone algemene vergadering van 12 mei 2010 voorstellen een kapitaalverhoging van ongeveer 350 miljoen euro door te voeren.”.

En verder:

“Dividendbeleid

*Ingevolge de overeenkomst met de Europese Commissie mag Dexia tot eind 2011 geen dividend in *cash* uitkeren. De raad van bestuur wil de aandeelhouders*

d'administration souhaite faire bénéficier les actionnaires du résultat positif de Dexia en 2009 et envisage de proposer à l'assemblée générale extraordinaire qui aura lieu le 12 mai 2010 à l'issue de l'assemblée générale ordinaire d'approuver une augmentation de capital d'environ 350 millions d'euros, par distribution d'actions de bonus aux actionnaires. Les actions de bonus sont des actions nouvelles, créées par incorporation au capital de réserves disponibles existantes, et distribuées aux actionnaires au prorata de leur participation."

Cette forme de rétribution a été explicitement autorisée dans le plan de réforme approuvé par la Commission européenne.

Reste à savoir si ces "actions de bonus" peuvent être comptabilisées à titre de recettes dans le chef du bénéficiaire. La commission des normes comptables (CNC) s'est prononcée à deux reprises sur le sujet. Un premier avis date de 1980³. À cette époque, la CNC a répondu par la négative à la question de savoir si la valeur d'actions de bonus peut être portée à l'actif en accroissement de la valeur comptable du portefeuille, et leur contrevalet au compte de résultats au titre de produits financiers, en se fondant sur la doctrine adoptée généralement à l'étranger en cette matière et sur les considérations suivantes:

- Deux optiques sont concevables:

- ▶ Le droit comptable belge considère le dividende comme revenu pour les actionnaires lorsqu'il y a transfert d'actifs (espèces ou autre) d'une société à son actionnaire. Au moment de l'attribution du dividende il y a diminution du patrimoine de la société qui le met en paiement, corrélative à l'accroissement du patrimoine de l'actionnaire qui le perçoit. Selon cette optique, les actions de bonus ne constituent pas un revenu, vu que leur attribution ne représente et n'entraîne aucun transfert de patrimoine.

- ▶ L'approche de la mise en équivalence: Cette approche considère que les résultats réalisés au niveau d'une filiale, le sont simultanément et à concurrence du taux de la participation détenue, par la société qui détient la participation. Autorisée par la quatrième directive européenne, cette approche n'a pas été utilisée par le législateur belge dans les comptes annuels simples. En Belgique, elle est uniquement autorisée dans les comptes annuels consolidés. En outre, dans cette approche, les résultats de la société qui les perçoit ne sont en rien influencés par la mise en paiement des dividendes. Il s'ensuit que, dans cette approche, l'attri-

³ CNC (1980), Bulletin 7, juin 1980 – Avis 129/1 Comptabilisation d'actions de bonus.

echter laten delen in het positieve resultaat van Dexia in 2009. Daarom zal hij de buitengewone algemene vergadering die op 12 mei 2010 zal plaatsvinden na de gewone algemene vergadering, voorstellen om een kapitaalverhoging van ongeveer 350 miljoen euro goed te keuren door de uitgifte van bonusaandelen ten behoeve van de aandeelhouders. Bonusaandelen zijn nieuwe aandelen die uitgegeven worden door bestaande beschikbare reserves in het kapitaal op te nemen. Ze worden aan de aandeelhouders uitgekeerd naar rato van hun deelneming."

Deze vorm van uitkering werd in het door de Europese Commissie goedgekeurde hervormingsplan expliciet toegestaan.

Blijft de vraag of zulke "bonusaandelen" als een opbrengst kunnen geboekt worden bij de verkrijger. De Commissie voor Boekhoudkundige Normen (CBN) heeft zich twee maal uitgesproken over dit onderwerp. Een eerste advies dateert van 1980³. Op de vraag of de waarde van bonusaandelen op het actief mag worden geboekt als aangroei van de boekwaarde van de portefeuille, en hun tegenwaarde op de resultatenrekening als financiële opbrengst heeft de CBN toen ontkennend geantwoord, steunend op de heersende doctrine terzake in het buitenland alsook op de volgende overwegingen:

- Een dubbele benadering is mogelijk:

- ▶ Het Belgisch boekhoudrecht beschouwt een dividend als een inkomen voor de aandeelhouders wanneer er een overdracht van activa (speciën of andere) plaatsvindt tussen de vennootschap en haar aandeelhouders. Wanneer een dividend wordt toegekend vermindert het vermogen van de uitbetalende vennootschap in dezelfde mate als het vermogen van de ontvangende aandeelhouder aangroeit. In deze optiek vormen bonusaandelen geen inkomen, aangezien hun toekenning niet gepaard gaat met enige vermogensoverdracht.

- ▶ "Vermogensmutatie-approach": Deze benadering gaat ervan uit dat de resultaten die een dochter realiseert, gelijktijdig en naar rato van de grootte van de deelneming worden verwezenlijkt door de vennootschap die de deelneming aanhoudt. Deze benadering wordt toegelaten door de vierde Europese richtlijn maar deze optie werd niet gebruikt door de Belgische wetgever in de enkelvoudige jaarrekening. Deze benadering is in België enkel toegelaten in de geconsolideerde jaarrekening. Bovendien worden in deze benadering de resultaten van de ontvangende vennootschap geenszins beïnvloed door de betaalbaarstelling van dividend.

³ CBN (1980) Bulletin 7, juni 1980 – Advies 129-1 Boeking van bonusaandelen.

bution d'actions de bonus n'a pas non plus d'incidence sur le résultat de la société qui les perçoit.

- Possibilité de réévaluation

Une entreprise qui détient une participation dans une autre société qui procède à l'autofinancement (par mise en réserve de ses bénéfices) peut toujours procéder à une réévaluation de cette participation (indépendamment de toute attribution d'actions de bonus, par exemple). Dans le chef de l'entreprise qui détient la participation, une telle réévaluation ne conduira en aucun cas à un bénéfice, dès lors que la réévaluation doit être directement comptabilisée dans la rubrique "plus-values de réévaluation" au passif du bilan, et non inscrite dans le compte de résultats.

- La création par une société d'actions de bonus en représentation d'une incorporation au capital de réserves ou de bénéfices, et l'attribution de ces titres aux actionnaires dans la proportion de leur participation au capital, ne modifient pas l'intéressement de l'actionnaire, mais seulement le nombre d'actions par lequel cet intéressement est représenté.

Dans son avis 2010/3 ("*Le traitement comptable des dividendes en actions*"), la CNC a toutefois fait une distinction de droit commun entre une *action de bonus* et un *dividende en actions*.⁴

Une action de bonus n'est pas attribuée par la voie d'une distribution de dividende et elle n'ouvre aucun droit de créance dans le chef de l'actionnaire. Il s'agit simplement d'un réalignement des fonds propres de la société (incorporation de réserves et/ou de bénéfices reportés dans le capital). En d'autres termes, les fonds propres de la société ne sont pas affectés. L'émission de nouvelles actions influence uniquement la valeur par action.

En revanche, un dividende au choix du porteur (et par extension un dividende — obligatoire — en actions)⁵ résulte d'une décision de distribution de bénéfices, qui

⁴ La CNC s'est déclarée uniquement compétente pour se prononcer sur les implications comptables, et non sur les autres implications (de droit des sociétés et fiscales, ...) de l'attribution d'un dividende en actions.

⁵ D'après la CNC, la distinction entre les dividendes au choix du porteur et les dividendes en actions est liée uniquement au caractère obligatoire ou non du mode de distribution. En cas de dividende au choix du porteur, la société bénéficiaire a la possibilité de percevoir son dividende en espèces ou en actions, alors qu'en cas de dividende en actions, la distribution doit obligatoirement se faire en actions.

Hieruit volgt dat de toekenning van bonusaandelen ook in deze benadering geen weerslag heeft op het resultaat van de ontvangende vennootschap.

- Mogelijkheid tot herwaardering

Een onderneming die een deelneming bezit in een vennootschap waar overgegaan wordt tot autofinanciering (via reservering van winsten) kan altijd overgaan tot de herwaardering van deze deelneming (ongeacht elke toekenning van bijvoorbeeld bonusaandelen). In hoofde van de onderneming die de deelneming bezit zal een dergelijke herwaardering in geen enkel geval aanleiding geven tot een winst vermits de herwaardering rechtstreeks geboekt moet worden in de rubriek "herwaarderingsmeerwaarden" op het passief van de balans en niet via de resultatenrekening mag worden verwerkt.

- Wanneer een vennootschap bonusaandelen uitgeeft op basis van een incorporatie van reserves of winst in het kapitaal, en zij deze effecten toekent aan de aandeelhouders naar rato van hun deelneming in het kapitaal, wijzigt dit niet het maatschappelijk aandeel van de aandeelhouder, doch alleen het aantal aandelen dat dit maatschappelijke kapitaal vertegenwoordigt.

Met haar advies 2010/3 op vraag van aandeelhouders ("*De boekhoudkundige verwerking van stockdividenden*") heeft de CBN echter het gemeenschappelijk onderscheid gemaakt tussen een *bonusaandeel* en een *stockdividend*.⁴

Een bonusaandeel wordt niet uitgereikt bij wijze van uitkering van dividend en doet geen enkel vorderingsrecht ontstaan in hoofde van de aandeelhouder. Het gaat om een loutere herschikking van het eigen vermogen van de vennootschap die het bonusaandeel uitgeeft (incorporatie van reserves en/of overgedragen winsten in het kapitaal). Het eigen vermogen van de vennootschap wordt, met andere woorden, niet beïnvloed. De uitgifte van nieuwe aandelen beïnvloedt enkel de waarde per aandeel.

Een keuzedividend (en bij uitbreiding een — verplicht — stockdividend)⁵ komt daarentegen voort uit een beslissing tot winstuitkering, die aangewend wordt tot een

⁴ De CBN heeft zich enkel bevoegd verklaard om zich uit spreken over het boekhoudrechtelijke aspect en neemt bijgevolg geen standpunt in over de andere aspecten (vennootschapsrechtelijke, fiscale,...) van de toekenning van een stockdividend.

⁵ Volgens de CBN heeft het onderscheid tussen keuzedividenden en stockdividenden enkel te maken met het al dan niet verplicht karakter van de manier van uitkering. Bij een keuzedividend heeft de ontvangende vennootschap de mogelijkheid haar dividend te ontvangen in speciën of in aandelen, terwijl bij een stockdividend de uitkering verplicht in aandelen gebeurt.

sera utilisée pour augmenter le capital (en nature) plutôt que payée.

La CNC considère qu'en cas d'octroi d'un dividende au choix du porteur/ dividende en actions, il s'agit d'une réelle attribution de revenus, décidée par une assemblée générale d'actionnaires. Au moment où les actionnaires prennent cette décision, il se crée une dette à charge de la société (ainsi qu'une réduction de ses fonds propres) et une créance (ainsi qu'un produit) dans le chef des actionnaires. La distribution même (en espèces ou en actions) ne constitue alors qu'une modalité d'exécution.

Dans le cas d'un dividende en actions, les actionnaires apportent ensuite leur créance au capital de la société émettrice moyennant la distribution des nouvelles actions. Il s'agit dès lors d'une augmentation de capital par un apport en nature. La créance s'éteint dans le chef des actionnaires (droit au dividende) et les participations sont augmentées du même montant.

À la suite de ce deuxième avis, le Holding communal et Arcofin ont donc pu inscrire les dividendes perçus en 2010 sous forme d'actions comme un dividende dans leur compte de résultats.

5.3 L'État belge

Lors du remaniement du conseil d'administration intervenu au lendemain du sauvetage de 2008, M. Koen Van Loo, administrateur délégué de la Société fédérale de participations et d'investissement (SFPI), a été désigné en qualité de membre du conseil ainsi que de membre du comité stratégique et du comité de contrôle interne, des risques et de la conformité. Le gouvernement fédéral avait confié à la SFPI la mission déléguée d'exécuter l'injection de capital de 1 milliard d'euros pour le compte de l'État et d'assurer le suivi de la bonne exécution du plan de réforme jusqu'en 2014. Aucune mission n'a été confiée à propos de l'après 2014, lorsque le plan devrait être achevé. La SFPI n'a pas reçu l'instruction d'adhérer au pacte d'actionnaires conclu par Arcofin, le Holding Communal, la Caisse des Dépôts et Consignations, Ethias et CNP Assurances. Les intérêts des actionnaires de référence belges (comme la réception de dividendes) étaient d'ailleurs différents de ceux de l'État.

Dès le début de sa mission, la SFPI s'est, selon les déclarations de son administrateur délégué, fait assister par des banquiers d'affaires parce qu'elle ne disposait pas de personnel ayant les connaissances spécialisées relatives au secteur financier. Dans la période qui a directement suivi le sauvetage, on a également

kapitaalverhoging (in natura) in plaats van uitbetaald te worden.

Volgens de CBN is er bij de toekenning van een keuzedividend/stockdividend sprake van een reële toekenning van inkomsten die beslist wordt door een algemene vergadering van aandeelhouders. Op het moment van de beslissing van de aandeelhouders ontstaat er een schuld in hoofde van de vennootschap (en een vermindering van haar eigen vermogen) en een vordering (alsook een opbrengst) in hoofde van de aandeelhouders. De uitkering zelf (cash of aandelen) is dan slechts een uitvoeringsmodaliteit.

Bij een stockdividend doen de aandeelhouders vervolgens een inbreng van hun vordering in het kapitaal van de emitterende vennootschap tegen de uitgifte van nieuwe aandelen. Het gaat dan om een kapitaalverhoging door inbreng in natura. Bij de aandeelhouders verdwijnt de vordering (recht op dividend) en worden deelnemingen verhoogd met hetzelfde bedrag.

Dank zij dit tweede advies konden de Gemeentelijke Holding en Arcofin de in 2010 ontvangen dividenden in de vorm van aandelen dus als een dividend boeken in hun resultatenrekening.

5.3 De Belgische Staat

Bij de herschikking van de raad van bestuur na de redding in 2008 werd de heer Koen Van Loo, gedelegeerd bestuurder van de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij (FPIM), benoemd als lid van de raad en tevens als lid van het strategisch comité en het comité van interne controle, risico's en conformiteit. De FPIM had van de federale regering de gedelegeerde opdracht gekregen de kapitaalinjectie van 1 miljard euro uit te voeren voor rekening van de Staat en de goede uitvoering van het hervormingsplan tot 2014 op te volgen. Er werden geen opdrachten gegeven in verband met de periode na 2014, wanneer het plan zou dienen afgewerkt te zijn. De FPIM ontving geen instructie om toe te treden tot het aandeelhouderspact dat Arcofin, de Gemeentelijke Holding, de Caisse des Dépôts et Consignations, Ethias en CNP Assurances gesloten hadden. De belangen van de Belgische referentieaandeelhouders (zoals het ontvangen van dividenden) waren trouwens verschillend van deze van de Staat.

Van bij het begin van haar opdracht heeft de FPIM, volgens verklaringen van haar gedelegeerd bestuurder, zich laten begeleiden door zakenbankiers omdat zij zelf niet de gespecialiseerde kennis betreffende de financiële sector in huis had. Daarbij werden in de periode kort na de redding ook de pistes van een splitsing van

examiné les pistes d'une scission du groupe et de la création d'une *bad bank*. À cette époque toutefois, on a jugé que la scission n'était plus possible dès lors que l'augmentation de capital de 6 milliards d'euros avait déjà été réalisée au niveau du groupe et que les garanties d'État étaient déjà activées. De ce fait, la situation avait ainsi été stabilisée. Finalement, on a également jugé irréaliste la possibilité d'isoler les actifs "toxiques" dans une *bad bank* en raison du volume du portefeuille *Legacy* qui devrait y être rapporté (200 à 250 milliards d'euros) et du fait que les actionnaires de référence historiques n'avaient pas les moyens de procéder à une autre injection de capital. La Société Générale a été le premier banquier d'affaires conseil à être désigné mais en septembre 2011 il a été décidé d'associer un autre conseil, UBS, et ce afin d'éviter de créer une apparence de conflit d'intérêts dans un scénario attendu où les autorités françaises et belges seraient amenées à négocier sur l'avenir de Dexia.

En sa qualité d'administrateur et de membre des comités, M. Van Loo a joué un rôle actif dans le suivi de l'exécution du plan. Ni la SFPI ni lui-même ne sont toutefois intervenus dans les négociations engagées à ce sujet avec la Commission européenne. En revanche, il assisté, au printemps 2011, à plusieurs réunions avec la Commission sur l'exécution et le rapport du *trustee*, en remplacement du représentant permanent de la Belgique. Juridiquement parlant, M. Van Loo avait été nommé administrateur en son nom propre, et, conformément aux procédures en vigueur relatives au suivi des participations, il faisait rapport de son mandat chez Dexia au conseil d'administration de la SFPI. En juin 2010, le gouvernement a créé un comité de monitoring informel chargé du suivi de ses participations financières. Ce comité, placé sous la conduite du président du SPF Finances, se composait de représentants de la SFPI, de la Trésorerie (pour le suivi des garanties d'État) et des cabinets des Finances et du secrétaire d'État au Budget. Le comité s'est réuni à une dizaine de reprises au cours de la période 2010-2011. Par ailleurs, il y a eu des contacts informels entre la SFPI et son cabinet de tutelle. Le pouvoir fédéral a également été informé de l'évolution de la situation de Dexia par le biais du commissaire du gouvernement siégeant au conseil d'administration de la SFPI. Cette dernière n'avait pas reçu pour mission de se concerter avec les autres actionnaires publics belges, à savoir les Régions.

Lors du démantèlement, la SPFI a participé aux négociations sur le contrat d'achat (*share purchase agreement*) entre Dexia et l'État belge après l'offre de ce dernier en vue de la reprise de DBB, et a été en outre associée au suivi de la banque par le biais de deux observateurs qu'elle avait désignés au sein du conseil

de la banque et de la reprise de Dexia. Le conseil d'administration de la banque a été consulté sur la possibilité de la scission du groupe et de la création d'une *bad bank*. À cette époque toutefois, on a jugé que la scission n'était plus possible dès lors que l'augmentation de capital de 6 milliards d'euros avait déjà été réalisée au niveau du groupe et que les garanties d'État étaient déjà activées. De ce fait, la situation avait ainsi été stabilisée. Finalement, on a également jugé irréaliste la possibilité d'isoler les actifs "toxiques" dans une *bad bank* en raison du volume du portefeuille *Legacy* qui devrait y être rapporté (200 à 250 milliards d'euros) et du fait que les actionnaires de référence historiques n'avaient pas les moyens de procéder à une autre injection de capital. La Société Générale a été le premier banquier d'affaires conseil à être désigné mais en septembre 2011 il a été décidé d'associer un autre conseil, UBS, et ce afin d'éviter de créer une apparence de conflit d'intérêts dans un scénario attendu où les autorités françaises et belges seraient amenées à négocier sur l'avenir de Dexia.

In zijn hoedanigheid van bestuurder en lid van de comités heeft de heer Van Loo een actieve rol gespeeld bij het opvolgen van de uitvoering van het plan. De FPIM of hijzelf zijn echter niet tussengekomen in de onderhandelingen met de Europese Commissie hierover, wel heeft hij in de lente van 2011 enkele vergaderingen met de Commissie over de uitvoering en het *trustee* verslag bijgewoond in vervanging van de vaste Belgische vertegenwoordiger. Juridisch gezien was de heer Van Loo in persoonlijke naam als bestuurder benoemd en, in overeenstemming met de geldende procedures voor de opvolging van de participaties, rapporteerde hij over zijn mandaat bij Dexia aan de raad van bestuur van de FPIM. In juni 2010 richtte de regering een informeel *monitoring* comité op voor de opvolging van haar financiële participaties. Dit comité, onder voorzitterschap van de voorzitter van de FOD Financiën, bestond uit vertegenwoordigers van de FPIM, de Thesaurie (voor het opvolgen van de staatswaarborgen) en de kabinetten van Financiën en van de staatssecretaris voor Begroting. Het comité vergaderde een tiental keer in de periode 2010-2011, voor het laatst op 31 augustus 2011. Daarnaast waren er informele contacten tussen de FPIM en haar voorgedijkabinet. De federale overheid werd ook geïnformeerd over de evolutie van de toestand van Dexia via het kanaal van de regeringscommissaris die zetelt in de raad van bestuur van de FPIM. De FPIM had geen opdracht gekregen om met de andere Belgische overheidsaandeelhouders, de gewesten, te overleggen.

De FPIM heeft bij de ontmanteling mee onderhandeld over de koopovereenkomst (*share purchase agreement*) tussen Dexia en de Belgische Staat na het bod van deze laatste voor de overname van DBB en is verder betrokken bij de opvolging van de bank door middel van twee waarnemers die door haar werden aangeduid in

d'administration de DBB. Un représentant de la SFPI a également été associé à l'élaboration du calendrier du démantèlement du financement non garanti apporté par DBB au reste du groupe, et ce, en concertation avec la BNB. La SFPI a enfin désigné deux représentants au sein du comité de transition chargé de mettre en œuvre la scission entre la banque et le reste du groupe.

6. Les filiales

L'importance relative des principales filiales directes de Dexia SA peut être inférée de l'analyse suivante de leur contribution à la consolidation au niveau du total du bilan au 31 décembre 2010:

	€ M	%
DCL	281 699	50 %
DBB	210 535	37 %
BIL	35 971	6 %
Denizbank	12 551	2 %
Dexia Holding (résiduelle)	25 979	5 %
Total du bilan	566 735	100 %

DCL et DBB (toutes deux sur une base consolidée) représentent ensemble 88 % du total du bilan. Les deux banques possèdent dès lors leur propre structure de gouvernance, de management, de stratégie et de modèle d'affaires.

DBB possédait un conseil d'administration très étendu, composé de 26 membres au 31 décembre 2010, dont deux de nationalité française et les autres de nationalité belge. Outre le président du conseil d'administration (J-L Dehaene) et le CEO (P. Mariani) de Dexia SA, cinq autres administrateurs de DBB siégeaient encore à cette époque dans le conseil d'administration de Dexia SA: S. Decraene, S. Kubla, F. Swiggers, B. Thiry et R. de Metz. Les autres administrateurs présents dans le conseil de DBB sont principalement les membres de la direction ou des représentants des pouvoirs locaux, les principaux clients. L'analyse des procès-verbaux du conseil d'administration montre que dès le début de cette période (le conseil d'administration du 12 novembre 2008), la liquidité constituait un point d'attention important. Soutenir la liquidité d'autres entités du groupe s'est révélé un sujet délicat dans bon nombre de réunions. Lors des réunions de 2010 et 2011, cette thématique a également prédominé et semblait créer, pour un grand nombre d'administrateurs, des tensions entre les intérêts de DBB et les intérêts du groupe. Le conseil a également examiné régulièrement

de raad van bestuur van DBB. Een vertegenwoordiger van de FPIM werd ook betrokken bij het opstellen van de kalender om de niet gewaarborgde financiering van DBB aan de rest van de groep af te bouwen, in overleg met de NBB. Voorts stelde de FPIM ook twee vertegenwoordigers aan in het transitiecomité dat belast is met het uitwerken van de scheiding tussen de bank en de rest van de groep.

6. De filialen

De relatieve omvang van de belangrijkste rechtstreekse filialen van Dexia NV kan worden afgeleid uit volgende analyse van hun bijdrage in de consolidatie op het niveau van het balanstotaal per 31 december 2010:

	€ M	%
DCL	281 699	50 %
DBB	210 535	37 %
BIL	35 971	6 %
Denizbank	12 551	2 %
Dexia Holding (rest)	25 979	5 %
Balanstotaal	566 735	100 %

DCL en DBB (beide op geconsolideerde basis) vertegenwoordigen samen 88 % van het balanstotaal. Beide banken hebben dan ook een eigen structuur van *governance, management*, strategie en zakelijk model.

Bij DBB bestond er een zeer uitgebreide raad van bestuur, met 26 leden op 31 december 2010, waarvan twee van Franse en de rest van Belgische nationaliteit. Naast de voorzitter van de raad van bestuur (J-L Dehaene) en de CEO (P. Mariani) van Dexia NV, hadden toen nog vijf andere bestuurders van DBB ook zitting in de raad van bestuur van Dexia NV: S. Decraene, S. Kubla, F. Swiggers, B. Thiry en R. de Metz. De andere bestuurders in de raad van DBB zijn voornamelijk de directieleden of vertegenwoordigers van de lokale besturen, de belangrijkste klanten. De analyse van de notulen van de raad van bestuur toont aan dat van bij het begin van deze periode (raad van bestuur van 12 november 2008), de liquiditeit een bijzonder aandachtspunt was. Het ondersteunen van de liquiditeit van andere delen van de groep bleek bij vele vergaderingen een delicaat onderwerp. Ook in de vergaderingen van 2010 en 2011 blijft dit thema dominant aanwezig en lijkt voor een groot aantal bestuurders een spanning te creëren tussen de belangen van de DBB en de belangen van de groep. De raad besprak ook regelmatig de evolutie van de *deleveraging* bij de bank. De raad van bestuur werd ook

l'évolution du *deleveraging* auprès de la banque. Le conseil d'administration a également été informé de l'évolution des crédits aux actionnaires du Holding Communal et du Groupe Arco. Lors des réunions du comité d'audit de la Banque belge, ces mêmes points ont été largement débattus. L'évolution de l'exposition de DBB à DCL et du reste du groupe et les divergences de vues en la matière ont notamment contribué, à l'été 2010, à la mise à pied du président du comité d'audit de DBB. Dans le cadre de la nomination d'un successeur, l'autorité de surveillance s'est du reste explicitement déclarée en faveur d'une personne qui ne serait pas un administrateur siégeant également dans le comité des comptes de Dexia SA, afin de permettre au comité d'audit d'apprécier la situation de manière objective et indépendante, y compris en cas de conflit d'intérêts entre Dexia SA et DBB.

Au 31 mars 2011, le conseil d'administration de DCL compte 13 membres. Il est présidé par J-L Dehaene, F. Swiggers et P. Mariani étant du reste aussi membres des deux conseils d'administration (DCL et Dexia SA). Nous avons eu accès aux procès-verbaux pour la période allant jusqu'à septembre 2011.

Après le sauvetage du groupe en 2008, le conseil d'administration de DCL a accordé une attention particulière aux problèmes qui avaient conduit à la crise et il a fait une analyse des modifications qui s'imposaient. L'activité du groupe devait se recentrer sur les activités principales pour lesquelles on avait une expertise et sur lesquelles on pouvait obtenir un rendement suffisant pour rémunérer les garanties octroyées par l'État. Il fallait trouver une solution pour FSA et on allait négocier avec les organes de contrôle en France et en Belgique afin de résoudre le problème posé par le fait que Dexia SA n'avait pas le statut d'une banque, ce qui compliquait le fonctionnement du groupe. Il fallait également trouver une solution au grand déséquilibre dans les durées des actifs et des passifs, qui requérait le financement, à court terme, d'un montant de 200 milliards d'euros.

Dans les mois qui suivent, on porte dès lors une attention soutenue à l'évolution de la liquidité, à la vente de FSA ainsi qu'à la vente d'actifs. L'activité de crédit est réduite dans le *Public & Wholesale Banking* et la liquidité semble doucement s'améliorer dans le courant de 2009. Au début de 2010, le conseil prend connaissance du plan de redressement approuvé par la Commission européenne. Quelques mois plus tard, l'évolution du financement montre à nouveau des difficultés, dues à la baisse des taux d'intérêt et à l'incidence de cette baisse sur les sûretés à fournir. Régulièrement, on évoque le *deleveraging* et le transfert d'actifs à long terme vers d'autres entités du groupe (dont DBB). En décembre 2010, il faut procéder à une augmentation de capital afin

geïnformeerd over de evolutie van de kredieten aan de aandeelhouders Gemeentelijke Holding en de Groep Arco. Bij de vergaderingen van het auditcomité van de Belgische bank komen deze zelfde punten uitgebreid aan bod. De evolutie van de blootstelling van DBB aan DCL en de rest van de groep en de verschillen in visie daarover hebben in de zomer van 2010 mede bijgedragen aan het ontslag uit zijn functie van de voorzitter van het auditcomité van DBB. Bij de benoeming van een opvolger heeft de toezichthouder trouwens uitdrukkelijk de voorkeur uitgedrukt dat dit geen bestuurder zou zijn die ook zitting heeft in het rekeningencomité van Dexia NV. Dit om er voor te zorgen dat het auditcomité een objectief en onafhankelijk oordeel kan vormen, ook in situaties waar er een belangenconflict tussen Dexia NV en DBB zou bestaan.

Op 31 maart 2011 telt de raad van bestuur van DCL 13 leden. Hij wordt voorgezeten door J-L Dehaene, daarnaast zijn ook F. Swiggers en P. Mariani lid van beide raden van bestuur (DCL en Dexia NV). Er werden ons notulen ter inzage gegeven voor de periode tot september 2011.

In de raad van bestuur van DCL werd na de redding van de groep in 2008 uitgebreid aandacht besteed aan de problemen die tot de crisis hadden geleid en een analyse gemaakt van de wijzigingen die zich opdringen. De activiteit van de groep moest terug worden toegespitst op de hoofdactiviteiten waarvoor men expertise had en waarop voldoende rendement kon worden behaald om de door de Staat verleende garanties te vergoeden. Een oplossing moest gevonden worden voor FSA en er zou onderhandeld worden met de toezichthoudende instanties in Frankrijk en België om het probleem aan te pakken dat Dexia NV niet het statuut van een bank had, wat de werking van de groep bemoeilijkte. Een oplossing moest ook gevonden worden voor het grote onevenwicht in de looptijden van de activa en de passiva waardoor een bedrag van 200 miljard euro moest gefinancierd worden op korte termijn.

In de maanden die volgen wordt er dan ook uitgebreid aandacht besteed aan de evolutie van de liquiditeitssituatie, de verkoop van FSA en de verkoop van activa. De kredietactiviteit in de *Public & Wholesale Banking* wordt teruggeschroefd en in de loop van 2009 lijkt de liquiditeit langzaam te verbeteren. In het begin van 2010 neemt de raad kennis van het door de Europese Commissie goedgekeurde herstelplan. Later in dat jaar komt de evolutie van de *funding* weer meer in moeilijkheden door de daling van de rentevoeten en het effect daarvan op de te leveren zekerheden. Regelmatig komt de *deleveraging* en de transfer van lange termijn activa naar andere onderdelen van de groep (waaronder DBB) aan bod. In december 2010 dient een kapitaalverhoging te

de compenser les pertes consécutives aux diminutions de recettes et aux ventes d'actifs. Au début de 2011, le ratio de liquidité reste en-deçà des seuils réglementaires et un certain nombre d'actifs qui n'entrent pas en ligne de compte comme base du financement auprès de la Banque centrale française, sont transférés à DBIL et DIB (filiales de DBB). Le *deleveraging* est poursuivi, notamment par le biais de la vente du portefeuille put *Financial Products*. La répartition, entre les différentes composantes du groupe, du financement des pertes qui sont enregistrées sur ces opérations est évoquée à de multiples reprises lors des discussions en conseil d'administration. Dans le dernier procès-verbal du conseil de DCL auquel nous avons eu accès (29 septembre 2011), des explications sont également données, à la suite de fuites dans la presse, à propos d'un projet visant à créer un nouveau véhicule de financement destiné au financement des collectivités locales françaises, en collaboration avec la Caisse des Dépôts et La Banque Postale.

worden doorgevoerd om de verliezen als gevolg van de verminderde inkomsten en de verkopen van activa te compenseren. Van bij het begin van 2011 blijft de liquiditeitsratio onder de reglementaire drempels en een aantal activa die niet in aanmerking komen als basis voor de financiering bij de Franse centrale bank, worden getransfereerd naar DBIL en DIB (filiaal van DBB). De *deleveraging* wordt verder gezet, onder meer door de verkoop van de put portefeuille *Financial Products*. De verdeling over de groep van de financiering van de verliezen die hierop gerealiseerd worden komt meermaals aan bod bij de besprekingen in de raad van bestuur. In de laatste notulen van de raad van DCL waarvan ons inzage werd gegeven (29 september 2011) wordt ook toelichting gegeven, naar aanleiding van perslekken, over een project om een nieuw financieringsvehikel op te zetten voor financiering van de Franse lokale collectiviteiten in samenwerking met de Caisse des Dépôts en La Banque Postale.

CHAPITRE 6

Le contrôle externe et la surveillance

Le présent chapitre décrit brièvement les activités et les constatations des parties externes qui sont intervenues dans le contrôle et la surveillance de la position et des risques financiers du groupe Dexia entre le sauvetage du groupe en 2008 et son démantèlement en octobre 2011. Il s'agit bien entendu des instances "traditionnelles" telles que l'autorité prudentielle (dans l'ordre chronologique, la CBFA, le CREFS et la BNB) et le commissaire agréé mais, dans le cas de Dexia, il est également pertinent d'examiner la surveillance et le contrôle exercés par la Commission européenne dans le cadre du plan de redressement, imposé à la suite de l'aide octroyée par l'État. Les *stress test* de l'autorité européenne de contrôle des banques (initialement, le CEBS et, en 2011, la EBA), qui ont été amplement commentés, sont, eux aussi, abordés dans le présent chapitre, car nombreux sont ceux qui les considèrent comme une forme de surveillance externe. Le rôle, les activités et les constatations de ces "contrôleurs" se retrouvent évidemment dans d'autres parties du présent rapport lorsque des décisions spécifiques ont influé sur le déroulement des événements.

1. La Commission européenne

Le contrôle de l'exécution du plan a été confié à un expert (ci-après aussi appelé *trustee*) désigné par Dexia avec l'approbation de la Commission. En raison de retards pris dans la procédure de désignation, le premier rapport n'a été remis que le 30 novembre 2010. Des rapports ont encore été rédigés les 29 avril et 26 septembre 2011. CompetitionRx (*remedies & compliance*) a été désigné comme *trustee*.

Les remarques formulées dans les rapports renvoient aux engagements pris les États membres et Dexia et qui sont résumés dans le chapitre "Les conditions de la Commission européenne et l'exécution du plan" de cette partie (titre IV, chapitre 4).

1.1 Le premier rapport du trustee (First Trustee Report) du 30 novembre 2010

Ce rapport est un document volumineux qui contient les constatations du *trustee* sur les 14 engagements que doit tenir Dexia et qui tient compte des réponses et remarques de Dexia et des États membres relatives aux *Draft Trustee Reports* des 19/10/2010 et 19/11/2010.

Le rapport contient un commentaire relatif à un certain nombre d'engagements. Certaines des constatations

HOOFDSTUK 6

De externe controle en het toezicht

Dit hoofdstuk beschrijft beknopt de activiteiten en bevindingen van de externe partijen die tussenkwamen in de controle van en het toezicht op de financiële positie en risico's van de groep Dexia in de periode van de redding van de groep in 2008 tot de ontmanteling in oktober 2011. Dit betreft uiteraard de "traditionele" instanties zoals de prudentiële toezichthouder (in chronologische orde de CBFA, CSRFSI en NBB) en de erkende commissaris, maar in het geval van Dexia is ook het toezicht en de controle van de Europese Commissie in het kader van het herstelplan dat vereist was ingevolge de verleende staatshulp relevant. De veelbecommentarierde *stress tests* van de Europese banktoezichthouder (eerst CEBS en in 2011 EBA) worden ook in dit hoofdstuk opgenomen omdat zij door velen ook als een vorm van extern toezicht worden ervaren. De rol, activiteiten en vaststellingen van deze "controleurs" komen uiteraard ook aan bod in andere delen van dit verslag met betrekking tot specifieke beslissingen die een invloed hadden op het verloop van de gebeurtenissen.

1. De Europese Commissie

Het toezicht op de uitvoering van het plan werd toevertrouwd aan een expert (hierna ook *trustee* genoemd) aangesteld door Dexia met goedkeuring van de Commissie. Doordat deze aanstellingsprocedure vertraging opliep werd het eerste verslag slechts afgeleverd op 30 november 2010. Er werden nog verslagen opgesteld op 29 april 2011 en 26 september 2011. Als *trustee* werd CompetitionRx (*remedies & compliance*) aangesteld.

De opmerkingen die in de verslagen worden vermeld refereren naar de verplichtingen die de Lidstaten en Dexia op zich genomen hebben en die samengevat zijn in het hoofdstuk "De voorwaarden van de Europese Commissie en de uitvoering van het plan" van dit deel (titel IV, hoofdstuk 4).

1.1 Het eerste verslag van de trustee (First Trustee Report) van 30 november 2010

Dit verslag is een omvangrijk document met bevindingen van de trustee over de 14 verplichtingen die Dexia dient na te leven en houdt rekening met antwoorden en opmerkingen van Dexia en de lidstaten op de *Draft Trustee Reports* van 19/10/2010 en 19/11/2010.

Het verslag bevat commentaar op een aantal van de verplichtingen. Sommige van de vaststellingen zijn

sont d'ordre technique et d'autres sont plutôt prospectives. Les remarques sont les suivantes:

- Engagement 9 (pas de paiement de coupon sur des instruments hybrides sauf si obligation légale et moyennant notification préalable): selon l'expert, il n'y a pas eu de notification formelle pour certains coupons. Dexia et les états membres observent que les notifications ont été faites dans les délais, mais pas de façon formelle et que la procédure sera suivie correctement à l'avenir.

- Engagement 3 (RAROC minimum): l'expert a constaté un RAROC trop bas pour 50 transactions. Dexia et les états membres estiment que cet engagement doit porter sur la moyenne de la production et pas sur chaque crédit séparément.

- Engagement 5 a. (ratio financements de court terme): au 30 juin 2010, ce ratio était de 24,7 %, soit 1,7 % au-dessus de l'objectif du 31 décembre 2010. Ce n'est qu'un objectif de fin d'année et l'expert souligne que l'on observe une baisse. Dexia et les États membres font remarquer qu'à leur avis, le ratio doit être basé sur le *fully adjusted balance sheet size* (en tenant compte de la valeur du marché des produits dérivés, comme c'est prévu, mais aussi de l'évolution du *cash collateral* et de l'effet des fluctuations de change).

- Engagement 5 b. (augmentation de la durée des financements). Cette durée est de 2,94 au 30 juin 2010, ce qui est plus élevé que l'objectif au 31 décembre 2010, mais selon l'expert, le gap de duration doit également être mesuré selon l'interprétation de la Commission. Dexia et les états membres considèrent le fait que le gap de duration doit également être réduit comme une exigence supplémentaire.

- Engagement 5 c. (*ratio* de financement stable, sous la forme de *covered bonds* et de dépôts commerciaux). Le *ratio*, qui doit s'élever à 40 % au 31 décembre 2010, n'a pas encore été atteint au 30 juin 2010 (il n'était que de 37,10 %). Selon Dexia et les États membres, certains financements stables (comme les dépôts d'assurance) ne sont pas repris dans le numérateur, alors que d'après leur nature, ils devraient précisément y être inclus.

- Engagement 9: outre la remarque relative à l'absence d'une notification officielle, l'expert considère que 2 des 41 paiements de coupon effectués sur des instruments hybrides Tier 1 et Tier 2 n'étaient pas obligatoires d'un point de vue juridique (et n'étaient donc pas autorisés). Il existe cependant des avis juridiques contraires à ce propos.

technisch van aard en een aantal andere is eerder op de toekomst gericht. De opmerkingen zijn:

- Verplichting 9 (geen couponbetalingen op hybride instrumenten behalve indien juridisch verplicht en mits voorafgaande notificatie): volgens de expert is er geen formele notificatie geweest voor bepaalde coupons. Dexia en de lidstaten merken op dat dit tijdig maar niet formeel gemeld was en in de toekomst correct zal gebeuren.

- Verplichting 3 (minimum RAROC): voor 50 transacties stelde de expert een te lage RAROC vast. Dexia en de lidstaten vinden dat deze verplichting op het gemiddelde van de productie moet slaan en niet op elk krediet individueel.

- Verplichting 5 a. (korte termijn financieringsratio): de *ratio* per 30 juni 2010 bedroeg 24,7 %, wat 1,7 % boven de doelstelling op 31 december 2010 is. Dit is slechts een jaareinde-doelstelling en de expert wijst erop dat er een daling is. Dexia en de lidstaten merken op dat naar hun mening de verhouding moet gebaseerd worden op de *fully adjusted balance sheet size* (rekening houdende met de marktwaarde van de afgeleide producten zoals voorzien maar eveneens met de evolutie van de *cash collateral* en het effect van wisselkoersschommelingen).

- Verplichting 5 b. (verlenging van de *funding duration*). Deze *duration* is 2,94 op 30 juni 2010, wat hoger is dan het doel voor 31 december 2010 maar volgens de expert dient de *duration* gap ook volgens de interpretatie van de Commissie gemeten te worden. Dexia en de lidstaten vinden het feit dat ook de *duration* gap verminderd zou moeten worden een bijkomende vereiste.

- Verplichting 5 c. (*stable funding* ratio in de vorm van *covered bonds* en *commercial deposits*). De *ratio* die 40 % dient te zijn op 31 december 2010, werd op 30 juni 2010 nog niet behaald (was slechts 37,10 %). Volgens Dexia en de lidstaten zijn sommige *stable fundings* (zoals de verzekeringsdeposito's) niet opgenomen in de teller terwijl zij volgens hun aard hier wel zouden moeten in meegeteld worden.

- Verplichting 9: naast de opmerking betreffende het ontbreken van een officiële notificatie is de expert van mening dat 2 van de 41 uitgevoerde couponbetalingen op hybride Tier 1 en 2 instrumenten niet juridisch verplicht (en dus niet toegelaten) waren. Er zijn echter tegenstrijdige juridische adviezen in dit verband.

- Engagement 13 c. (obligation de céder la participation de 51 % dans AdInfo). L'expert met en doute le fait que la participation a été vendue à une partie indépendante, comme requis par la Commission, parce qu'un des administrateurs de Dexia (M. Thiry) est également administrateur chez le cessionnaire. Dexia et les états membres ne sont pas d'accord avec cette interprétation.

- Engagement 14 (réduction du bilan). L'objectif au 31 décembre n'a pas encore été atteint et il n'est pas exclu qu'il ne le soit pas à cette date. L'expert souligne que des facteurs externes, comme le cours du dollar et la valeur de marché des produits dérivés, peuvent avoir une incidence importante. La différence entre l'engagement et la situation réelle est plus grande dans la division *legacy* que dans la division *core*. Dexia et les États membres estiment que dans le calcul de l'*adjusted balance sheet*, il faut tenir compte de l'évolution du *cash collateral* (comme élément de l'évolution de la valeur de marché des produits dérivés) et de l'évolution des cours de change.

Le rapport de l'expert contient par ailleurs un plan d'action pour les points en suspens et une copie des observations de Dexia et des autorités belges, luxembourgeoises et françaises. Celles-ci émettent dans ces observations des réserves à l'égard de la procédure suivie et pointent une série d'initiatives qui vont au-delà du plan de restructuration, comme:

- L'amélioration de la liquidité par la réduction volontaire de la production de crédits PWB, par la vente d'une partie du portefeuille d'obligations et par l'augmentation volontaire des émissions à long terme.
- L'accélération des désinvestissements.
- L'approfondissement du plan de transformation et la réduction des coûts.
- La réforme de la gouvernance, notamment par le biais d'une intégration plus poussée de DenizBank grâce à la nomination du CEO de la filiale au comité de direction de Dexia SA et la désignation d'un responsable du comité de direction à la division *legacy*.

1.2 Le deuxième rapport du trustee (Second Trustee Report) du 29 avril 2011

Les constatations par l'expert des dispositions auxquelles Dexia ne satisfait pas sont semblables à celles du premier rapport:

- Engagement n° 9, notification: voir ci-dessus.

- Verplichting 13 c. (verplichting tot het afstoten van de participatie van 51 % in AdInfo). De expert stelt in vraag of de verkoop wel degelijk aan een onafhankelijke partij gerealiseerd is, zoals vereist door de Commissie, omdat één van de Dexia bestuurders (M. Thiry) ook bestuurder is bij de overnemer. Dexia en de lidstaten zijn het niet eens met deze interpretatie.

- Verplichting 14 (balansvermindering). De doelstelling op 31 december is nog niet gehaald en zal mogelijk ook niet bereikt worden op die datum. De expert wijst erop dat externe factoren, zoals de dollarkoers en de marktwaarde van de afgeleide producten, een belangrijk effect kunnen hebben. Het verschil tussen het engagement en de werkelijke toestand is groter bij de *legacy* dan bij de *core* divisie. Dexia en de lidstaten vinden dat bij de berekening van de *adjusted balance sheet*, rekening moet gehouden worden met de evolutie van de *cash collateral* (als een onderdeel van de correctie voor de evolutie van de marktwaarde van de afgeleide producten) en met de evolutie van de wisselkoersen.

Het verslag van de expert bevat verder een actieplan voor de openstaande punten en een kopij van de opmerkingen van Dexia en de Belgische, Luxemburgse en Franse overheden. Daarin formuleren deze reserves ten aanzien van de gevolgde procedure en wijzen zij op een aantal initiatieven die verder gaan dan het herstructureringsplan, zoals:

- De verbetering van de liquiditeit door de vrijwillige vermindering van de PWB kredietproductie, verkoop van een deel van de obligatieportefeuille en vrijwillige verhoging van lange termijngiften.
- De versnelling van de desinvesteringen.
- De uitdieping van het transformatieplan en kostenverlaging.
- De hervorming van de *governance*, onder meer door een sterkere integratie van Denizbank dank zij de benoeming van de CEO van het filiaal in het directiecomité van Dexia NV en het toewijzen van een verantwoordelijke uit het directiecomité aan de *legacy division*.

1.2 Het tweede verslag van de trustee (Second Trustee Report) van 29 april 2011

De vaststellingen van de expert van de bepalingen waaraan Dexia niet voldoet zijn soortgelijk met deze van het eerste verslag:

- Verplichting 9, notificatie: zoals hiervoor.

- Engagement n° 3 (minimum RAROC): l'expert a constaté qu'entre le 1^{er} juillet 2010 et le 31 décembre 2010, 123 prêts PWB qui ne correspondaient pas à la condition de 10 % de RAROC ont été accordés. Dexia et les États membres maintiennent leur point de vue, selon lequel cet engagement ne doit pas être calculé sur des prêts individuels mais sur une moyenne.

- Engagement 5 c.: le ratio de liquidité à long terme devait être supérieur à 40 % au 31 décembre 2010, mais il n'était que de 38,91 %. Dexia et les États membres ne peuvent marquer leur accord sur ce point et ils arguent qu'il aurait notamment fallu tenir compte de l'effet des taux de change et de l'évolution des taux d'intérêt. Ils considèrent par ailleurs que d'autres éléments de liquidité à long terme devraient être pris en compte (comme en réaction au premier rapport).

- Engagement n° 14 (diminution de la taille du bilan): L'évolution du total bilantaire (totale et distincte pour les divisions *legacy* et *core*) n'est pas conforme à l'engagement. Le dépassement total s'élève, selon l'expert, à 14,4 milliards d'euros (550,4 milliards d'euros par rapport à 536 milliards d'euros). Le total bilantaire de la division *core* présente un dépassement de 15,1 milliards d'euros (416,1 milliards d'euros par rapport à l'objectif de 401 milliards d'euros). La division *legacy* est toutefois conforme aux objectifs (134,3 milliards d'euros par rapport à 135 milliards d'euros). Dexia et les États membres continuent à contester l'interprétation de la Commission et souhaitent qu'elle tienne compte de l'évolution des nantissements et des taux de change.

1.3 Troisième rapport du trustee (Final Third Trustee Report) du 26 septembre 2011

Ce dernier rapport revient également sur plusieurs sujets identiques:

- Engagement 9 (notification): l'expert constate que les règles ont été respectées au cours de la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2011.

- Engagement 14 (réduction du bilan): cet engagement constitue un objectif de fin d'année, mais celui-ci est déjà pratiquement atteint le 30 juin (total de bilan corrigé de 510,6 euros par rapport à l'objectif de 509 euros).

- Engagement 3 (RAROC minimum): l'expert a constaté 149 prêts PWB non conformes à l'exigence RAROC. Dexia et les États membres maintiennent que cet engagement ne doit pas être calculé à partir des prêts individuels mais en fonction de la moyenne.

- Verplichting 3 (minimum RAROC): de expert heeft vastgesteld dat tussen 1 juli 2010 en 31 december 2010, 123 PWB leningen werden toegekend die niet voldoen aan de 10 % RAROC vereiste. Dexia en de lidstaten blijven bij het standpunt dat deze verplichting niet op individuele leningen maar op het gemiddelde dient berekend te worden.

- Verplichting 5 c.: de *stable funding* ratio diende meer dan 40 % te bedragen per 31 december 2010 maar is slechts 38.91 %. Dexia en de lidstaten zijn hiermee niet akkoord en argumenteren dat rekening zou moeten gehouden worden met onder meer het effect van de wisselkoersen en de evolutie van de rentevoeten. Tevens vinden zij dat andere elementen van stabiele *funding* zouden moeten meegerekend worden (zoals in reactie op het eerste verslag).

- Verplichting 14 (balansvermindering): De evolutie van het balanstotaal (totaal en apart voor *legacy* en *core* divisies) is niet in overeenstemming met het engagement. In totaal bedraagt de overschrijding volgens de expert 14,4 miljard euro (550,4 miljard euro t.o.v. 536 miljard euro). Het balanstotaal van de *core* divisie is 15,1 miljard euro te hoog (416,1 miljard euro t.o.v. de doelstelling van 401 miljard euro). De *legacy* divisie is echter in overeenstemming (134,3 miljard euro t.o.v. 135 miljard euro). Dexia en de lidstaten blijven de interpretatie van de Commissie betwisten en wensen dat rekening wordt gehouden met de evolutie van de *collateral* en wisselkoersen.

1.3 Het derde verslag van de trustee (Final Third Trustee Report) van 26 september 2011

In dit laatste verslag komen ook een aantal van dezelfde onderwerpen terug aan bod:

- Verplichting 9 (notificatie): de expert stelt vast dat de regels werden nageleefd in de periode 1 januari 2011 tot 30 juni 2011.

- Verplichting 14 (balansvermindering): deze verplichting is een jaareinde doelstelling maar op 30 juni is dit al bijna bereikt (gecorrigeerde balanstotaal 510,6 euro ten opzichte van een doel van 509 euro).

- Verplichting 3 (minimum RAROC): de expert stelde 149 leningen PWB vast die niet beantwoorden aan de RAROC vereiste. Dexia en de lidstaten blijven bij het standpunt dat deze verplichting niet op individuele leningen maar op het gemiddelde dient berekend te worden.

- Engagement 3 c. (remboursement anticipé des instruments hybrides Tier 1 ou 2): l'expert a constaté un seul remboursement de ce type au cours de cette période. Un prêt de 6,8 millions d'euros a été remboursé par Dexia Sabadell à l'actionnaire à 40 % Banco de Sabadell. Cette opération s'inscrivait toutefois dans le cadre de la recapitalisation de Sabadell.

1.4 Observations finales

Les rapports indiquent que plusieurs infractions aux exigences de la Commission européenne ont été constatées. La plus importante semble être le constat que, le 31 décembre 2010, Dexia ne satisfaisait pas à l'exigence de réduction du total de bilan de la "core division". Dexia se justifie en indiquant que les chiffres du bilan devraient être revus, non seulement en fonction de l'évolution de la valeur de marché des produits dérivés (admise par la Commission), mais aussi en fonction des effets des fluctuations des taux de change et de l'augmentation du collatéral sur les contrats swap. La Commission ne partage toutefois pas ce point de vue.

Une autre divergence d'opinion concerne l'engagement de ne pas accorder de crédits aux clients du secteur public et parapublic (*Public and Wholesale*) à un niveau de *risk-adjusted return on capital* (RAROC) inférieur à 10 %. Dexia estime toutefois que cet engagement s'applique à la moyenne des prêts accordés et non à chaque prêt individuellement.

Le déroulement de la procédure indique que les relations entre la Commission et Dexia étaient parfois assez tendues en ce qui concerne l'exécution et le contrôle du plan. Cela ressort notamment de la difficulté à désigner un trustee admis par toutes les parties, de la démission de certains membres de l'équipe de trustees et des discussions incessantes sur l'interprétation de l'obligation RAROC, et des révisions à prendre en compte pour déterminer les engagements concernant le bilan. Ce dernier point indique sans doute aussi que, lors des négociations précédentes avec la Commission, Dexia n'avait pas conscience de l'ampleur éventuelle de la croissance des sûretés (collatéral) qu'elle devait fournir en raison de la baisse des taux et de l'impact important que cela avait sur les liquidités.

2. Le contrôle prudentiel

La période qui a suivi le sauvetage du groupe en 2008 a été marquée par des changements importants dans l'organisation du contrôle prudentiel. Les autorités de contrôle ont été investies de nouvelles compétences et le contrôle prudentiel a été transféré de la CBFA à la BNB à la suite de l'instauration du modèle *twin peaks*

- Verplichting 3 c. (vervroegde terugbetaling van hybride Tier 1 en 2 instrumenten): de expert stelde vast dat in de periode één zulke terugbetaling werd uitgevoerd. Een lening van 6,8 miljoen euro werd door Dexia Sabadell terugbetaald aan de 40 % aandeelhouder Banco de Sabadell. Dit kaderde echter in de herkapitalisatie van Sabadell.

1.4 Slotbemerkingen

De verslagen tonen aan dat er een aantal inbreuken op de vereisten van de Europese Commissie zijn vastgesteld. De belangrijkste hiervan lijkt de vaststelling te zijn dat op 31 december 2010, Dexia niet voldeed aan de vereiste afbouw van het balanstotaal van de *core* divisie. Dit wordt door Dexia verantwoord door te stellen dat de balanscijfers niet slechts herwerkt zouden dienen te worden voor de marktwaarde-evolutie van de afgeleide producten (zoals aanvaard door de Commissie) maar ook voor de effecten van de wisselkoersschommelingen en de stijging van de *collateral* op de swapcontracten. De Commissie is het hiermee echter niet eens.

Daarnaast is er ook een verschil van mening over de verplichting om geen kredieten aan de *Public & Wholesale* cliënten toe te staan met een *risk-adjusted return on capital* van minder dan 10 %. Dexia is echter van mening dat deze verplichting geldt voor het gemiddelde van de toegestane leningen en niet op elke lening afzonderlijk.

Het verloop van de procedure toont aan dat de betrekkingen tussen de Commissie en Dexia over de uitvoering van het plan en de controle daarop soms vrij gespannen waren. Illustraties daarvan zijn de moeilijkheid om een *trustee* die voor alle partijen aanvaardbaar was aan te duiden, het ontslag van sommige leden van het *trustee* team en de voortdurende discussies over de interpretatie van de RAROC verplichting en de in aanmerking te nemen herwerkingen voor het bepalen van de balansverplichtingen. Dit laatste punt is wellicht ook een indicatie van het feit dat Dexia zich ten tijde van de voorgaande onderhandelingen met de Commissie niet bewust was van de mogelijke omvang van de groei van de zekerheden (*collateral*) die het diende te leveren als gevolg van de dalende rentevoeten en van de grote impact daarvan op de liquiditeit.

2. Het prudentieel toezicht

De periode na de redding van de groep in 2008 werd gekenmerkt door belangrijke veranderingen in de organisatie van het prudentieel toezicht. Er werden nieuwe bevoegdheden toegekend aan de toezichthouders en de prudentiële controle werd overgedragen van de CBFA aan de NBB ingevolge de invoering van het *twin peaks*

par la loi du 2 juillet 2010. Dans ce modèle, la BNB est chargée du contrôle microprudentiel et systémique ainsi que du contrôle macroprudentiel, alors que le contrôle du respect des règles de conduite imposées aux intermédiaires financiers est confié à l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), qui succède à la CBFA. Pendant la période transitoire allant du 26 octobre 2010 au 1^{er} avril 2011, c'était le Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS), constitué des comités de direction de la CBFA et de la BNB et présidé par le Gouverneur de la BNB, qui était chargé du contrôle prudentiel de tous les établissements financiers systémiques. La CBFA et la BNB restaient responsables, chacune en ce qui concernait leurs anciens domaines de compétence, de la préparation des décisions du CREFS et de leur mise en oeuvre. À partir du 1^{er} avril 2011, la BNB a assuré seule le contrôle prudentiel des établissements financiers.

La loi du 2 juillet 2010 a également étendu les compétences en matière de contrôle prudentiel. Ainsi, l'autorité de contrôle peut désormais s'opposer aux décisions stratégiques d'établissements financiers systémiques (modification de l'article 90 de la loi du 2 août 2002) si celles-ci sont contraires à une gestion saine et prudente de l'établissement concerné ou si elles sont susceptibles d'avoir une influence négative importante sur la stabilité du système financier. Au cours de la période considérée, il a été fait usage de cette possibilité en ce qui concerne Dexia. Ainsi, le transfert d'un portefeuille d'obligations japonaises ("JEHDRA bonds") de DCL à DBB a été empêché en décembre 2010 par la CBFA/le CREFS dès lors que la transaction envisagée devait être considérée comme une décision stratégique et que la longue période de validité des obligations augmenterait le profil de risque de DBB.

Dès le début de la reprise du contrôle par la BNB, l'une des préoccupations principales a été d'assurer la continuité du contrôle. Les équipes de l'ancienne CBFA qui intervenaient précédemment auprès des différents établissements sont restées autant que possible intactes. Par contre, il a été décidé de scinder le contrôle des banques et des entreprises d'assurance. En ce qui concerne le contrôle de Dexia, la situation reste particulière en ce sens que Dexia SA elle-même n'est pas une banque, mais un holding financier.

Pour contrôler un groupe tel que Dexia, une coopération internationale entre les autorités de contrôle est essentielle. Chez Dexia, cette coopération était déjà organisée de longue date sous la forme d'un *Memorandum of Understanding*, auquel adhèrent les

modèle par la loi du 2 juillet 2010. Dans ce modèle, la BNB est chargée du contrôle microprudentiel et systémique ainsi que du contrôle macroprudentiel, alors que le contrôle du respect des règles de conduite imposées aux intermédiaires financiers est confié à l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), qui succède à la CBFA. Pendant la période transitoire allant du 26 octobre 2010 au 1^{er} avril 2011, c'était le Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS), constitué des comités de direction de la CBFA et de la BNB et présidé par le Gouverneur de la BNB, qui était chargé du contrôle prudentiel de tous les établissements financiers systémiques. La CBFA et la BNB restaient responsables, chacune en ce qui concernait leurs anciens domaines de compétence, de la préparation des décisions du CREFS et de leur mise en oeuvre. À partir du 1^{er} avril 2011, la BNB a assuré seule le contrôle prudentiel des établissements financiers.

model door de wet van 2 juli 2010. Binnen dit model wordt de microprudentiële en systemische controle, evenals de macroprudentiële controle toevertrouwd aan de NBB, terwijl het toezicht op de naleving van de gedragsregels waaraan de financiële tussenpersonen onderworpen zijn, werd toevertrouwd aan de Autoriteit financiële diensten en markten (FSMA), de opvolger van de CBFA. In een overgangperiode van 26 oktober 2010 tot 1 april 2011 was het Comité voor Systeemrisico's en Systeemrelevante Financiële Instellingen (CSRSFI), samengesteld uit de directiecomités van de CBFA en de NBB en onder het voorzitterschap van de Gouverneur van de NBB, bevoegd voor het prudentiële toezicht op alle systeemrelevante financiële instellingen. CBFA en de NBB bleven, ieder voor wat hun vroegere bevoegdheidsdomeinen betrof, verantwoordelijk voor de voorbereiding van de beslissingen van het CSRSFI en voor de uitvoering ervan. Vanaf 1 april 2011 nam de NBB de prudentiële controle van de financiële instellingen volledig op zich.

Ook de bevoegdheden inzake prudentieel toezicht werden uitgebreid ingevolge de wet van 2 juli 2010. Zo zal de toezichthouder zich kunnen verzetten tegen de strategische beslissingen van systeemrelevante financiële instellingen (wijziging van art. 90 van de wet van 2 augustus 2002) indien deze in strijd zouden zijn met het gezond en voorzichtig beleid van de betrokken instelling of indien deze een belangrijke negatieve invloed zouden kunnen hebben op de stabiliteit van het financiële stelsel. In de loop van de beschouwde periode werd daarvan, met betrekking tot Dexia, ook gebruik gemaakt. Zo werd de overdracht van een portefeuille Japanse obligaties ("JEHDRA bonds") van DCL naar DBB door de CBFA/CSRSFI in december 2010 tegengehouden op basis van het feit dat deze voorgenomen transactie als een strategische beslissing moest aanzien worden en dat de lange looptijd van de obligaties het risicoprofiel van DBB zou verhogen.

Van bij het begin van de overname van het toezicht door de NBB was één van de hoofdbekommernissen de continuïteit van het toezicht te verzekeren. De teams van de vroegere CBFA die voorheen bij de verschillende instellingen optraden werden zo veel mogelijk intact gehouden. Wel werd geopteerd om het toezicht op de banken en de verzekeringsondernemingen te splitsen. Voor wat het toezicht op Dexia betreft, blijft de bijzonderheid gelden dat Dexia NV zelf geen bank is maar een financiële holding.

Bij toezicht op een groep als Dexia is de internationale samenwerking van toezichthouders van essentieel belang. Bij Dexia was dit al geruime tijd georganiseerd onder de vorm van een *Memorandum of Understanding* met de belangrijkste deelnemende landen. In de praktijk

principaux pays participants. Dans la pratique, l'autorité de contrôle belge a toujours été tenue au courant des activités de contrôle et des constatations importantes des autorités de contrôle des autres pays, et elle implique ces dernières dans les activités de contrôle du groupe. Cette coopération se traduit notamment par l'organisation de réunions avec le "Core College" (les autorités de contrôle de la Belgique, de la France et du Luxembourg) et l'"Extended College" (qui comprend en outre les autorités de contrôle d'autres pays où Dexia est présent, comme l'Espagne, l'Italie, l'Allemagne, l'Autriche, la Slovaquie, le Danemark, la Turquie, la Suisse et les États-Unis), ainsi que par des inspections communes dans certains domaines.

En guise d'exemples de coopération internationale au cours de la période considérée, on peut notamment citer les activités suivantes.

Après le sauvetage d'octobre 2008, une réunion du *Core College* s'est tenue à propos de la réorganisation du groupe, de l'inspection "tripartite" (également connue sous le nom d'inspection "*lessons to be learned*") et de l'organisation des activités prévues en 2009 concernant le 2^e Pilier (ECAP – *Economic Capital*). En janvier 2009, une discussion a eu lieu entre les trois autorités de contrôle et M. Mariani à propos des résultats de l'inspection "tripartite". Il aura toutefois fallu attendre jusqu'en mars 2011 pour que la CBFA publie un rapport formel à ce sujet. Les rebondissements de la crise financière et l'attention prêtée au plan de transformation de Dexia ont apparemment retardé l'aboutissement de ce rapport.

En mars 2009, le *Core College* s'est réuni pour discuter de l'approche prudentielle du risque de liquidité et des Piliers 1 et 2 des exigences de solvabilité de Bâle II, tandis que plus tard au cours de ce mois, l'*Extended College* se réunissait pour discuter de la solvabilité et des fonds propres (ICAAP — *Internal Capital Assessment Process* et ECAP), ainsi que de la gouvernance du groupe.

En octobre de cette même année, une réunion a eu lieu avec les autorités de contrôle d'un certain nombre de pays européens (France, Luxembourg, Italie) à propos de l'ICAAP et de l'inspection commune qui sera organisée dans ce domaine. En décembre 2009, les autorités de contrôle belge, française et luxembourgeoise ont rédigé une lettre commune dans laquelle ils présentaient l'évaluation de l'organisation du département *Treasury & Financial Markets* (TFM) et des fonctions de support de Dexia.

Le *Core College* s'est à nouveau réuni en mars 2010 pour discuter du plan de restructuration de Dexia. Des

verd de Belgische toezichthouder steeds op de hoogte gehouden van hun toezichtactiviteiten en belangrijke vaststellingen en betreft deze de toezichthouders van andere landen bij het groepstoezicht. Dit gebeurt onder meer door het organiseren van vergaderingen met het "*Core College*" (de toezichthouders van België, Frankrijk en Luxemburg) en het "*Extended College*" (met daarnaast ook de toezichthouders van andere landen waar Dexia actief is: zoals Spanje, Italië, Duitsland, Oostenrijk, Slowakije, Denemarken, Turkije, Zwitserland en de Verenigde Staten) en door gezamenlijke inspecties op sommige domeinen.

Als voorbeelden van internationale samenwerking in de beschouwde periode kunnen volgende activiteiten aangehaald worden.

Na de redding van oktober 2008 werd een *Core College* vergadering gehouden met betrekking tot de reorganisatie van de groep, de "*tripartite*" inspectie (ook wel de "*lessons to be learned*" inspectie genoemd) en de organisatie van de werkzaamheden van 2009 op het vlak van de 2^e Pijler (ECAP — *Economic Capital*). In januari 2009 vond een bespreking plaats tussen de drie toezichthouders en de heer Mariani betreffende de resultaten van de "tripartite" inspectie. Het zou echter tot maart 2011 duren eer er hierover een formeel verslag werd uitgebracht door de CBFA. De ontwikkelingen van de financiële crisis en de aandacht voor het transformatieplan van Dexia hadden blijkbaar deze afwerking vertraagd.

In maart 2009 werd een *Core College* vergadering gehouden over de prudentiële aanpak van het liquiditeitsrisico en Pijler 1 en 2 van de solvabiliteitsvereisten van Basel II, en later in die maand een *Extended College* vergadering over de solvabiliteit en het eigen vermogen (ICAAP — *Internal Capital Assessment Process* en ECAP) en de governance van de groep.

In oktober van dat jaar werd vergaderd met de toezichthouders van een aantal Europese landen (Frankrijk, Luxemburg, Italië) over het ICAAP en de gezamenlijke inspectie die daarover zal gevoerd worden. In december 2009 werd met een gezamenlijke brief van de Belgische, Franse en Luxemburgse toezichthouder gerapporteerd over de beoordeling van de reorganisatie van de afdeling *Treasury & Financial Markets* (TFM) en de support functies van Dexia.

In maart 2010 werd opnieuw een *Core College* vergadering gehouden over het herstructureringsplan van

informations sur certaines inspections projetées ont également été échangées à cette occasion et la réunion de l'*Extended College*, qui devait aussi se tenir en mars, a été préparée. Au cours de la réunion précitée, les membres de l'*Extended College* ont notamment examiné en détail la collaboration entre les autorités de contrôle, le profil de risque de Dexia et le *supervisory risk assessment*.

En juillet et en décembre 2010, le *Core College* a transmis à Dexia ses constats communs concernant la réorganisation de TFM et le suivi du plan de transformation.

Durant l'année 2011 (nous nous limitons aux activités ayant eu lieu jusqu'à la mi-octobre 2011), la concertation s'est poursuivie au sein du *Core College* (juin, juillet et septembre) concernant notamment les progrès du plan de réforme, la réduction de l'endettement, les résultats des stress tests, Bâle II, la *joint capital decision*, le profil de risque du groupe, la liquidité et les inspections. Une concertation a eu lieu avec l'*Extended College* en mai, juillet et octobre.

Des contacts fréquents ont également eu lieu avec l'autorité de contrôle française. Ces contacts se sont intensifiés au fur et à mesure de l'aggravation de la crise récente.

Si on passe en revue les actions entreprises et les priorités fixées par les autorités de contrôle belges durant toute cette période (octobre 2008 – octobre 2011), on constate que celles-ci sont nombreuses et relèvent d'une approche intégrale. Des thèmes tels le plan de transformation, la réduction de l'endettement, les rapports des *trustees* de la Commission européenne, le financement intragroupe, les transferts d'actifs au sein du groupe, la liquidité, la solvabilité, les prêts consentis à des actionnaires, les *stress tests* réalisés par l'EBA, les résultats et la valorisation des portefeuilles, les risques opérationnels et IT et les aspects de gouvernance comme les nominations des administrateurs et des membres des comités, la position stratégique des actionnaires de référence, le fonctionnement des organes de gouvernance, ont tous été abordés de façon judicieuse.

Le fait que depuis 2011, à la suite de l'instauration du modèle *Twin Peaks*, les contrôles microprudentiel et macroprudentiel soient réunis au sein d'une seule institution a vraisemblablement aidé la BNB, au début de la dernière crise, à suivre les développements de très près en étant bien informée et, lorsque c'était possible, à intervenir rapidement et à informer ceux qui devaient l'être. Dès mai 2011, la BNB a d'ailleurs insisté sur la nécessité de développer un "*living will*" reprenant des

Dexia en werd informatie uitgewisseld over geplande inspecties en werd de *Extended College* vergadering van later die maand voorbereid. Bij die laatste vergadering werden onder meer de samenwerking tussen de toezichthouders, het risicoprofiel van Dexia en het *supervisory risk assessment* gedetailleerd behandeld.

In juli en december 2010 maakte het *Core College* zijn gezamenlijke bevindingen over aan Dexia met betrekking to de reorganisatie van TFM en de opvolging van het transformatieplan.

Gedurende het jaar 2011 (wij beperken ons tot de activiteiten tot midden oktober 2011) werd verder overleg gepleegd binnen het *Core College* (juni, juli en september) over onder meer de voortgang van het hervormingsplan, de *deleveraging*, de resultaten van de stress tests, Basel II, de *joint capital decision*, het risicoprofiel van de groep, de liquiditeit en de inspecties. Overleg met het *Extended College* vond plaats in mei juli en oktober.

Daarnaast bestond er een frequent contact met de Franse toezichthouder dat naarmate de recente crisis zich ontwikkelde meer intensief werd.

Wanneer we de acties en de aandachtspunten van de Belgische toezichthouders gedurende deze hele periode (oktober 2008 – oktober 2011) overlopen kunnen we vaststellen dat deze uitgebreid en allesomvattend zijn. Onderwerpen zoals het transformatieplan, *deleveraging*, rapporten van de trustee van de Europese Commissie, intragroepsfinanciering, transfers van activa binnen de groep, liquiditeit, solvabiliteit, leningen aan aandeelhouders, EBA-*stresstests*, resultaten en waardering van portefeuilles, operationele en IT risico's en governance aspecten zoals benoemingen van bestuurders en leden van de comités, de strategische positie van de referentieaandeelhouders, werking van de governance organen, komen gepast aan bod.

Het feit dat sinds 2011 het micro- en het macrotoezicht in één instelling verenigd zijn ingevolge de invoering van het *Twin Peaks*-model, heeft er waarschijnlijk toe bijgedragen dat in de aanloop naar de laatste crisis de NBB van zeer dichtbij en goed geïnformeerd de ontwikkelingen heeft kunnen volgen en, waar mogelijk, snel heeft kunnen ingrijpen en informeren wie geïnformeerd moest worden. Vanaf de maand mei van 2011 heeft de NBB er trouwens op aangedrongen dat een "*living*

mesures d'urgence (comme les ventes supplémentaires d'actifs et de filiales) applicables en cas d'évolution négative comme, par exemple, un abaissement de la notation de crédit. La grave pénurie de liquidités et le *run* bancaire de septembre et octobre, combinés aux conditions de marché défavorables depuis l'été 2011, ont toutefois empêché une mise en oeuvre ordonnée de ce plan.

En plus de ses propres sources, l'autorité de contrôle pouvait disposer d'un arsenal étendu de sources d'information émanant du réseau international des autorités de contrôle, par le biais d'inspections, d'informations fournies (spontanément ou sur demande) par le groupe et ses composantes, ainsi que de renseignements communiqués par les réviseurs. Il semble néanmoins que peu d'informations aient été échangées avec la Commission européenne dans le cadre du plan de réforme et du contrôle qu'elle exerçait en la matière. Il serait peut-être opportun de mieux structurer cet échange d'informations pour l'avenir.

Le fait que Dexia était un holding financier et non une banque et qu'elle relevait dès lors d'un autre statut de contrôle a visiblement été en grande partie pallié par la conclusion d'accords et par le contrôle des filiales bancaires et d'assurances pour ce qui est de la surveillance du groupe dans son ensemble, le contrôle de la société-mère elle-même restant toutefois de ce fait moins encadré.

Il convient de relever qu'il s'écoule quelquefois un délai considérable entre les constatations de l'autorité de contrôle et l'obtention des résultats. Deux exemples peuvent illustrer ce constat. Le premier concerne les prêts consentis par DBB au Holding communal et au Groupe Arco pour le financement partiel de la souscription aux actions de Dexia SA en 2008. L'autorité de contrôle était au courant de ces prêts dès la fin 2008, mais ce n'est qu'en janvier 2011 qu'une décision a été prise au sujet du traitement prudentiel de l'impact sur les fonds propres de Dexia SA — décision qui prévoyait en outre des mesures transitoires jusqu'en 2014. Le second exemple est celui de l'enquête conjointe réalisée par les autorités de contrôle française et luxembourgeoise en vue de déterminer comment Dexia en était arrivée là et d'identifier les leçons à tirer de la crise de 2008. Cette inspection a débuté à l'automne 2008, mais le rapport final n'a été transmis qu'en mars 2011. La longueur de ces délais peut sans doute se justifier par certains éléments, mais une réaction et une prise de décision plus rapides permettraient de gagner en efficacité et en qualité. Par ailleurs, l'autorité de contrôle n'est pas toujours informée en temps utile de toutes les évolutions ou décisions importantes. Un suivi plus fréquent des

will" zou ontwikkeld worden waarin noodmaatregelen (zoals bijkomende verkopen van activa en dochterondernemingen) opgenomen werden bij mogelijke verdere negatieve ontwikkelingen zoals een verlaging van de kredietbeoordeling. De scherpe liquiditeitskrapte en de *run* op de bank van september/oktober hebben echter, samen met de ongunstige marktomstandigheden sinds de zomer van dat jaar, ervoor gezorgd dat dit plan niet op een geordende wijze is kunnen uitgevoerd worden.

De toezichthouder kon, buiten zijn eigen bronnen, ook beschikken over een uitgebreid arsenaal aan informatiebronnen uit het internationale netwerk van toezichthouders, door middel van inspecties, informatie van de groep en zijn onderdelen (spontaan geleverd of opgevraagd), en de revisoren. Nochtans lijkt er weinig uitwisseling van informatie te zijn geweest met de Europese Commissie in het kader van het hervormingsplan en haar controle daarop. Het verdient wellicht aanbeveling om dit voor de toekomst meer te structureren.

Het feit dat Dexia een financiële holding was en geen bank en dus onder een ander toezichtstatuut viel werd blijkbaar grotendeels opgevangen door afspraken en door middel van de controle op de bank- en verzekeringsdochters voor wat het toezicht op de groep als geheel betreft. De controle op moedervennootschap zelf blijft daardoor echter minder ingekaderd.

Er moet vastgesteld worden dat er soms een aanzienlijke tijd verloopt tussen de vaststellingen van de toezichthouder en het bereiken van de resultaten. Twee voorbeelden kunnen in dit verband aangehaald worden. Ten eerste met betrekking tot de leningen verstrekt door DBB aan de Gemeentelijke Holding en de Groep Arco voor de gedeeltelijke financiering van de inschrijving op de aandelen Dexia NV in 2008. De toezichthouder was hiervan op de hoogte vanaf eind 2008 maar het heeft tot januari 2011 geduurd eer een beslissing werd genomen aangaande de prudentiële verwerking van de impact op het eigen vermogen van Dexia NV, en dan nog met overgangmaatregelen tot 2014. Een ander voorbeeld betreft het gezamenlijke onderzoek dat werd gevoerd met de Franse en Luxemburgse toezichthouders over wat er mis was gegaan bij Dexia en welke lessen er moesten getrokken worden uit de crisis van 2008. Deze inspectie werd opgestart in de herfst van 2008 maar pas in maart 2011 werd het eindrapport overgemaakt. Ongetwijfeld zijn er redenen die deze lange termijnen kunnen verklaren maar het zou de kwaliteit en de efficiëntie ten goede komen als er vlugger kon gereageerd en besloten worden. De toezichthouder is ook niet steeds tijdig van alle belangrijke beslissingen of ontwikkelingen

procès-verbaux des réunions du conseil d'administration ou de ses comités, par exemple, pourrait permettre de remédier à cette situation.

3. Les stress tests externes

Dans le courant de 2010 et 2011 les autorités de surveillance européennes ont publié les résultats des *stress tests* en matière de solvabilité des principales banques européennes. L'exercice pour 2010 a été coordonné par le Comité des superviseurs bancaires européens (CEBS – *Committee of European Banking Supervisors*), en collaboration avec la Banque centrale européenne (BCE), et les autorités de surveillance nationales. En 2011, l'exercice a été réalisé par l'Autorité bancaire européenne (ABE), en collaboration avec la Banque centrale européenne (BCE), la Commission européenne, le *European Systemic Risk Board* (ESRB) et les autorités de surveillance nationales. L'ABE est l'organe qui a succédé au CEBS le 1^{er} janvier 2011 en vertu du règlement (CE) 1093/2010.

L'objectif des *stress tests*, tel qu'énoncé dans le communiqué de presse du CEBS, était de fournir des informations stratégiques permettant d'évaluer la résistance du système bancaire de l'Union européenne à d'éventuelles évolutions économiques négatives et de vérifier la capacité des banques à absorber de nouveaux chocs liés aux risques de marché et de crédit, y compris les risques souverains. Un échantillon de 91 banques qui représentent au total 65 % du secteur en termes de total de l'actif a été soumis à un test à un horizon de deux ans.

Le résultat des *stress tests* a été publié le 23 juillet 2010. Pour l'ensemble des banques analysées, il a été constaté qu'à la suite des scénarios de stress appliqués, le ratio Tier 1 combiné tomberait de 10,3 % en 2009 à 9,2 % à la fin de 2011.

Bien que nous ayons mentionné ci-avant que le risque souverain a également été pris en compte, l'effet de la hausse testée des rendements obligataires a uniquement été traité dans les obligations détenues dans les *trading books* des banques.

Pour Dexia, l'exercice a montré que, dans les scénarios défavorables des tests, le ratio Tier 1 du groupe s'élèverait à 11,2 % en 2011, contre 12,3 % au 31 décembre 2009. Si l'on tient compte de l'effet supplémentaire du stress sur les risques souverains dans le *trading book*, ce ratio tomberait à 10,9 % à la

geïnformeerd. Een meer frequente opvolging van bv. de notulen van de vergaderingen van de raad van bestuur of zijn comités zou hieraan kunnen verhelpen.

3. De externe stresstests

In de loop van 2010 en 2011 werden door de Europese toezichthouders de resultaten bekendgemaakt van *stresstests* op het vlak van de solvabiliteit van de belangrijkste Europese banken. De oefening voor 2010 werd gecoördineerd door het Comité van Europese banktoezichthouders (CEBS – *Committee of European Banking Supervisors*), in samenwerking met de Europese Centrale Bank (ECB), en de nationale toezichthouders. In 2011 werd de oefening uitgevoerd door de *European Banking Authority* (EBA), in samenwerking met de Europese Centrale Bank (ECB, Europese Commissie, de *European Systemic Risk Board* (ESRB) en de nationale toezichthouders. De EBA is de opvolger van het CEBS sinds 1 januari 2011 ingevolge Verordening (EC) 1093/2010.

De doelstelling van de *stresstests*, zoals weergegeven in het persbericht van de CEBS, was om beleidsinformatie te leveren die toelaat de weerbaarheid te meten van het banksysteem van de Europese Unie tegen eventuele negatieve economische ontwikkelingen en om de mogelijkheid voor de banken na te gaan om eventuele schokken op te vangen op het gebied van krediet-, markt- en soevereine risico's. 91 banken die in totaal 65 % vertegenwoordigen gemeten naar totaal activa werden aan een test onderworpen op een horizon van twee jaar.

Het resultaat van de *stresstests* werd gepubliceerd op 23 juli 2010. Voor het geheel van de geanalyseerde banken werd vastgesteld dat, als gevolg van de toegepaste stress scenario's, de gecombineerde Tier 1 ratio zou dalen van 10,3 % in 2009 tot 9,2 % op het einde van 2011.

Hoewel hiervoor vermeld werd dat ook het soevereine risico in aanmerking werd genomen, werd het effect van de geteste stijging van de obligatie *yields* enkel verwerkt in de obligaties gehouden in de *trading books* van de banken.

Voor Dexia wees de oefening uit dat, onder de ongunstige scenario's van de test, de Tier 1 ratio van de groep zou uitkomen op 11,2 % in 2011, tegen 12,3 % op 31 december 2009. Als het bijkomende effect van de stress op de soevereine risico's in het *trading book* wordt meegenomen, zou deze ratio dalen tot 10,9 % op

fin de 2011. Dexia a formulé les résultats de la manière suivante dans son communiqué de presse¹:

“En conclusion du stresstest, il apparaît que Dexia n’aurait pas besoin de fonds propres supplémentaires pour résister au scénario “dégradé” à deux ans du CEBS, y compris en cas de nouveau choc lié aux dettes souveraines. La base solide de capital de Dexia lui permettrait de résister aux hypothèses les plus stressées du stress test à deux ans et de maintenir de bons ratios de solvabilité. Par rapport au ratio Tier 1 minimum requis de 6 % défini dans le cadre de l’exercice de stress test, les résultats du test indiquent que Dexia disposerait d’un coussin de fonds propres réglementaires de 7,4 milliards d’euros. Ce ratio minimum de 6 % ne doit en aucun cas être considéré comme un minimum réglementaire (le minimum réglementaire pour le ratio Tier 1 est de 4 %) ou comme un objectif de fonds propres reflétant le profil de risque de l’institution dans le cadre du processus de revue réglementaire du Pilier 2 selon la directive CRD. Ces résultats mettent en évidence la bonne qualité de crédit des actifs de Dexia et la solidité de sa solvabilité, attestée par des ratios Tier 1 et Core Tier 1 s’établissant respectivement à 12,3 % et 11,3 % à fin décembre 2009.”

Les consignes du CEBS en matière de communication prévoyaient également que les banques devaient publier des informations détaillées sur leur exposition aux risques souverains. Dans le même communiqué de presse, Dexia a donc ajouté ce qui suit:

“Fin mars 2010, l’exposition totale des filiales bancaires de Dexia à la dette souveraine des pays de l’Union européenne et aux contreparties assimilées s’établit à 58,2 milliards d’euros (comprenant 17,5 milliards d’euros de risques assimilés).”

Il ressort également des tests effectués en 2011 par l’ABE que la solvabilité de Dexia lui permettait largement de résister aux scénarios de stress. Sur les 90 banques européennes soumises à l’exercice, l’ABE a indiqué que huit risquaient de tomber sous le seuil de 5 % du Core Tier 1 dans les deux ans et que 16 banques ne s’en sortiraient qu’avec 5 à 6 %. Dexia, en revanche, n’afficherait, dans un scénario de stress, qu’une diminution de 12,1 % à la fin de 2010 à 10,4 % en 2012.

¹ Dexia SA, Résultat du stress test mené par le CEBS et la CBFA: aucun besoin de levée de capital additionnel pour Dexia, communiqué de presse du 23 juillet 2010.

het einde van 2011. Dexia verwoordde de resultaten als volgt in haar persbericht¹:

“De conclusie luidt dat Dexia geen extra kapitaal nodig heeft om gewapend te zijn tegen het ongunstige 2-jaars “what if” scenario van het CEBS, de bijkomende schok met betrekking tot de overheidsschuld inbegrepen. Met zijn stevige kapitaalbasis zou Dexia gedurende de volgende twee jaar het hoofd kunnen bieden aan de conservatieve hypothesen van de stresstests en tegelijk sterke kapitaalratio’s kunnen blijven voorleggen. De resultaten van de test duiden op een buffer van 7,4 miljard euro van het reglementair kapitaal ten opzichte van een drempel van 6 % voor de Tier 1-ratio, die uitsluitend voor deze oefening vastgesteld is. Die drempelwaarde mag niet worden geïnterpreteerd als een reglementair minimum (dat voor de Tier 1-ratio is vastgesteld op 4 %), en evenmin als een kapitaalstreefwaarde die het risicoprofiel van de instelling zou weerspiegelen als gevolg van het reglementaire beoordelingsproces van Pijler 2 in het kader van de CRD-richtlijn. Ze benadrukken de hoge kredietkwaliteit van de activa van Dexia en de sterke solvabiliteit van de Groep. De Tier 1- en Core Tier 1-ratio’s bedroegen eind december 2009 respectievelijk 12,3 % en 11,3 %.”

De communicatievoorschriften van de CEBS bepaalden ook dat de banken gedetailleerde informatie dienden bekend te maken omtrent hun blootstelling aan soevereine risico’s. In het zelfde persbericht voegde Dexia dan ook toe:

“Eind maart 2010 bedroeg de totale blootstelling van de bancaire dochterondernemingen van Dexia aan de Europese overheidsschuld en aan gelijkgestelde tegenpartijen 58,2 miljard euro (inclusief 17,5 miljard euro aan gelijkgestelde overheidsrisico’s).

Ook bij de testen uitgevoerd in 2011 door de EBA blijkt de solvabiliteit van Dexia ruim te weerstaan aan de stress scenario’s. 90 Europese banken werden aan de oefening onderworpen en de EBA berichtte dat 8 daarvan dreigen onder de drempel van 5 % Core Tier 1 te vallen op een horizon van twee jaar en 16 banken slechts tussen 5 en 6 % zouden uitkomen. Dexia daarentegen zou slechts een daling van 12,1 % op het einde van 2010 naar 10,4 % in 2012 moeten optekenen onder stressscenario’s.

¹ Dexia NV, Resultaat van de stresstest geleid door het CEBS en de CBFA: Dexia heeft geen extra kapitaal nodig, Persbericht 23 juli 2010.

Dexia a donc relayé cette information positive dans son communiqué de presse²:

“La solidité des fonds propres de Dexia devrait lui permettre de faire face aux hypothèses du stress test de l’ABE, tout en conservant de bons ratios de solvabilité, même si ces hypothèses paraissent très prudentes, en particulier en ce qui concerne la dette souveraine, les collectivités locales et l’évolution possible des coûts de financement.

Plus précisément, sous l’effet du choc hypothétique testé dans le cadre du scénario défavorable et sans tenir compte de l’impact de la réduction accélérée du bilan annoncée le 27 mai 2011, l’estimation du ratio de capital Core Tier 1 du groupe s’établirait à 10,4 % en 2012, contre 12,1 % à fin décembre 2010, soit un niveau largement supérieur au ratio de capital Core Tier 1 de 5 % (différence de 7,9 milliards d’euros) fixé comme valeur de référence dans le cadre de cet exercice.

L’accélération du plan de transformation annoncée le 27 mai 2011 n’a pas d’impact majeur sur la solvabilité du groupe puisque le ratio de capital Core Tier 1 se maintient à 10,4 % après prise en compte de ces mesures dans le cadre du scénario défavorable.”

Dans les scénarios utilisés pour les stress tests de 2011 également, nous devons faire une observation en ce qui concerne les risques souverains. La présidente de l’ABE mentionne elle-même ce qui suit à ce propos³:

“We are aware that the treatment of sovereign exposures is very contentious and the stress test itself is not designed to deal directly with every twist and turn in the crisis to deal with the sovereign debt issue. We believe our treatment is rigorous and still consistent with recent developments. Haircuts to the trading book and conservative floors to provisioning levels for exposures in the banking book have been applied. Direct exposures to the sovereigns experiencing the most severe widening of credit spreads, Greece, Ireland and Portugal, is concentrated in the banks of those countries. It is clear that for these banks a higher capitalisation is warranted. All of these countries are already implementing IMF-EU programmes and action has already been taken to ensure that higher capital levels are achieved.”

² Dexia SA, Résultat du stress test 2011 à l’échelon de l’Union européenne: aucun besoin de levée de capital additionnel pour Dexia, Communiqué de presse du 15 juillet 2011.

³ Andrea Enria (Chairperson of the European Banking Authority), Opening Statement Publication of the 2011 EU-wide Stress Test Results, <http://stress-test.eba.europa.eu/pdf/Opening+statement+-+Andrea+Enria+-+FINAL.pdf>.

Dexia meldt dan ook nu het positieve nieuws in haar persbericht²:

“Dankzij zijn stevige kapitaalbasis zou Dexia in staat zijn het hoofd te bieden aan de hypothesen van de EBA-stresstests en toch zijn sterke kapitaalratio’s te behouden, ook al lijken die hypothesen erg conservatief, in het bijzonder wat de soevereine tegenpartijen, de lokale overheden en de potentiële evolutie van de fundingkosten betreft.

Meer specifiek zal als gevolg van de aangenomen schok in het kader van het ongunstige scenario, en geen rekening houdend met de impact van de versnelde activaverkoop die op 27 mei 2011 werd aangekondigd, de geraamde geconsolideerde Core Tier 1-kapitaalratio van de groep evolueren van 12,1 % eind december 2010 naar 10,4 % in 2012, ver boven de Core Tier 1-kapitaalmaatstaf van 5 % (d.w.z. een verschil van 7,9 miljard euro), zoals in het kader van deze oefening was overeengekomen.

De versnelde uitvoering van het hervormingsplan dat werd bekendgemaakt op 27 mei 2011, heeft geen significante weerslag op de solvabiliteit van de groep, aangezien de Core Tier 1-ratio, rekening houdend met die maatregelen in het kader van het ongunstige scenario, op 10,4 % blijft.”

Ook bij de scenario’s gebruikt voor de stress tests van 2011 moeten we een kanttekening maken met betrekking tot de soevereine risico’s. De voorzitter van de EBA vermeldt hierover zelf³:

“We are aware that the treatment of sovereign exposures is very contentious and the stress test itself is not designed to deal directly with every twist and turn in the crisis to deal with the sovereign debt issue. We believe our treatment is rigorous and still consistent with recent developments. Haircuts to the trading book and conservative floors to provisioning levels for exposures in the banking book have been applied. Direct exposures to the sovereigns experiencing the most severe widening of credit spreads, Greece, Ireland and Portugal, is concentrated in the banks of those countries. It is clear that for these banks a higher capitalisation is warranted. All of these countries are already implementing IMF-EU programmes and action has already been taken to ensure that higher capital levels are achieved.”

² Dexia NV, Resultaten van de EU-stresstest 2011: Dexia heeft geen extra kapitaal nodig, Persbericht 15 juli 2011.

³ Andrea Enria (Chairperson of the European Banking Authority), Opening Statement Publication of the 2011 EU-wide Stress Test Results, <http://stress-test.eba.europa.eu/pdf/Opening+statement+-+Andrea+Enria+-+FINAL.pdf>.

Pour un groupe comme Dexia, dont la majeure partie des risques souverains est regroupée dans le portefeuille bancaire (*banking book*), le scénario de “stress” pris en considération n’était pas vraiment “stressé”, comme cela s’est avéré par la suite.

Dans la même allocution, la présidente de l’ABE a également ajouté:

“The EBA is acutely aware that the EU banking sector is under severe strain at the time of publication. The sovereign debt situation unfolding in the EU creates specific pressures. While the adverse scenario is still consistent with the current situation and in line with EU commitments not to let one of its Member States default on its liabilities, a further deterioration in the sovereign crisis might raise significant challenges, also through sharp changes in investors’ risk appetite and pressures on banks’ funding.

National supervisors should make sure that all steps are taken to ensure that capital positions are further strengthened.

As a result, the EBA has today issued a recommendation for those national authorities to implement. Where a core tier one ratio falls above the benchmark but close to 5pc and a bank has sizeable exposures to sovereigns under stress, the supervisor must oversee that it takes specific steps to strengthen its capital position, including where necessary restrictions on dividends, deleveraging, issuance of fresh capital or conversion of lower quality instruments into core tier 1 capital.”.

Bien que la solvabilité de Dexia fût clairement inférieure à 5 %, certaines de ces mesures (pas de dividende, *deleveraging*) étaient d’ailleurs déjà d’application à la suite du plan de réforme adopté. Les possibilités de lever des capitaux frais étaient dès lors très limitées.

Une deuxième remarque importante qui doit être faite est que les *stress tests* n’avaient pas pour but de tester la liquidité, mais uniquement la solvabilité dans le cadre réglementaire existant de Bâle II. On peut critiquer les hypothèses à partir desquelles les tests ont été exécutés ainsi que la communication faite autour, mais nous devons sans doute également voir cet exercice comme une tentative en vue de contribuer à la restauration de la confiance dans le système financier, dont tant de choses dépendaient.

Voor een groep als Dexia, met het grootste deel van de soevereine risico’s in het *banking book*, was het in aanmerking genomen “stress”-scenario zoals later is gebleken helemaal niet zo “stressed”.

In dezelfde toespraak voegde de voorzitter van de EBA ook toe:

“The EBA is acutely aware that the EU banking sector is under severe strain at the time of publication. The sovereign debt situation unfolding in the EU creates specific pressures. While the adverse scenario is still consistent with the current situation and in line with EU commitments not to let one of its Member States default on its liabilities, a further deterioration in the sovereign crisis might raise significant challenges, also through sharp changes in investors’ risk appetite and pressures on banks’ funding.

National supervisors should make sure that all steps are taken to ensure that capital positions are further strengthened.

As a result, the EBA has today issued a recommendation for those national authorities to implement. Where a core tier one ratio falls above the benchmark but close to 5pc and a bank has sizeable exposures to sovereigns under stress, the supervisor must oversee that it takes specific steps to strengthen its capital position, including where necessary restrictions on dividends, deleveraging, issuance of fresh capital or conversion of lower quality instruments into core tier 1 capital.”.

Hoewel de solvabiliteit van Dexia beduidend hoger lag dan 5 %, waren sommige van deze maatregelen (geen dividenden, *deleveraging*) trouwens ook al van toepassing ingevolge het goedgekeurde hervormingsplan. De mogelijkheden tot het ophalen van vers kapitaal waren hoe dan ook zeer beperkt.

Een tweede belangrijke opmerking die moet gemaakt worden is dat de *stresstests* niet tot doel hadden de liquiditeit te testen maar slechts de solvabiliteit binnen het bestaande reglementair kader van Basel II. Men kan kritiek hebben op de hypothesen waarmee de testen werden uitgevoerd en de communicatie er rond, maar we moeten deze oefening wellicht ook zien als een poging om het vertrouwen, waarvan zoveel afhing, in het financiële systeem te helpen herstellen.

4. L'audit externe

Dès l'exercice 2008, le fonction de commissaire agréé de Dexia SA a été confiée à un seul bureau: Deloitte. Jusqu'à alors, l'audit était confié à un collège de commissaires composé des bureaux *Pricewaterhouse Coopers* et *Mazars & Guérard*.

Pour les comptes annuels consolidés au 31 décembre 2008, le commissaire rédige une attestation d'approbation assortie d'un paragraphe explicatif⁴. Le paragraphe explicatif évoque le problème de liquidité et au traitement comptable de la vente de FSA:

“Sans remettre en cause l'opinion sans réserve exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur les commentaires figurant dans le rapport de gestion de Dexia Banque Belgique SA et les informations reprises dans l'explication des comptes annuels consolidés, relatifs à l'impact de la crise financière sur la situation de liquidité de Dexia et au traitement comptable de la convention de vente des activités d'assurance de FSA.”

Lors du contrôle des comptes annuels consolidés au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2010, le commissaire a toutefois estimé que les risques étaient suffisamment clairs pour pouvoir rédiger une attestation sans réserve et sans paragraphe explicatif.

En plus d'un rapport annuel adressé à l'assemblée générale, basé sur un contrôle complet, le commissaire effectue également une revue limitée sur une base trimestrielle, dont il fait un rapport détaillé au comité d'audit et à l'autorité de contrôle. L'autorité de contrôle peut au demeurant demander des rapports spéciaux au commissaire, conformément à l'article 34, § 1^{er}, 1^o, c, de la loi du 2 août 2002. C'est dans ce cadre que le commissaire agréé a notamment rédigé des rapports spéciaux le 30 juillet 2009 (au sujet des prêts consentis en octobre 2008 aux actionnaires Groupe Arco et Holding Communal par DBB en vue de l'inscription de l'augmentation de capital de Dexia SA) et les 30 août 2010 et 1^{er} septembre 2011, afin de décrire les principales évolutions de Dexia.

Le rapport le plus récent sur la situation financière rédigé par le commissaire agréé et disponible pour le public au moment de la rédaction du présent rapport porte sur la revue limitée de l'information financière intermédiaire consolidée résumée relative à la période de six mois clôturée le 30 juin 2011. Le commissaire

⁴ Le paragraphe explicatif ne peut compléter une attestation que dans deux situations: en cas de problèmes significatifs en matière de continuité de l'exploitation ou en cas d'incertitude importante (autre qu'un problème de continuité de l'exploitation) qui n'est pas de nature à justifier une déclaration d'abstention.

4. De externe audit

Vanaf het boekjaar 2008 werd de functie van erkend commissaris van Dexia NV toevertrouwd aan één enkel kantoor: Deloitte. Tot dan was de audit toevertrouwd aan een college van commissarissen bestaande uit de kantoren *Pricewaterhouse Coopers* en *Mazars & Guérard*.

Bij de geconsolideerde jaarrekening per 31 december 2008 legt de commissaris een goedkeurende verklaring met toelichtende paragraaf⁴ af. De toelichtende paragraaf verwijst naar de liquiditeitsproblematiek en de boekhoudkundige verwerking van de verkoop van FSA:

“Zonder afbreuk te doen aan ons oordeel vestigen we de aandacht op de commentaren opgenomen in het management report van Dexia Bank België NV en de informatie opgenomen in de toelichting bij de geconsolideerde jaarrekening aangaande de impact van de financiële crisis op de liquiditeitspositie van Dexia en de boekhoudkundige verwerking van de verkoopovereenkomst van de verzekeringsactiviteiten van FSA.”

Bij de controle van de geconsolideerde jaarrekeningen op 31 december 2009 en 2010 is de commissaris echter van oordeel dat de risico's voldoende duidelijk zijn om een verklaring zonder voorbehoud en zonder toelichtende paragraaf te kunnen opstellen.

Naast de jaarlijkse verslaggeving aan de algemene vergadering, op basis van een volledige controle, voert de commissaris ook een beperkt nazicht uit op kwartaalbasis en brengt daarover uitgebreid verslag uit aan het auditcomité en de toezichthouder. De toezichthouder kan trouwens bijzondere verslagen vragen aan de commissaris zoals voorzien door art. 34, § 1, 1^o, c, van de wet van 2 augustus 2002. In dit kader werden door de erkende commissaris onder meer bijzondere verslagen opgesteld op 30 juli 2009 (in verband met de leningen verstrekt in oktober 2008 aan de aandeelhouders Groep Arco en Gemeentelijke Holding door DBB voor de inschrijving op de kapitaalverhoging van Dexia NV) en op 30 augustus 2010 en 1 september 2011 met een beschrijving van de belangrijkste evoluties van Dexia.

Het recentste rapport van de erkende commissaris over een financiële situatie dat publiek beschikbaar is op het ogenblik van de redactie van dit verslag betreft het verslag van het beperkte nazicht van de geconsolideerde beknopte tussentijdse financiële informatie voor de zes maanden eindigend op 30 juni 2011.

⁴ Een toelichtende paragraaf kan enkel de verklaring aanvullen in twee gevallen: in geval van een betekenisvol probleem inzake de bedrijfscontinuïteit of in geval er een betekenisvolle onzekerheid bestaat (op een ander vlak dan de bedrijfscontinuïteit), die niet van aard is om een onthoudende verklaring te verantwoorden.

déclare en l'occurrence: "Sur la base de notre revue limitée aucun fait n'a été porté à notre attention qui nous porterait à croire que l'information financière intermédiaire pour la période de six mois clôturée au 30 juin 2011 n'est pas établie à tous les égards importants, conformément à IAS 34 – Information financière intermédiaire tel qu'adopté dans l'Union européenne."

Dans ce rapport, le commissaire attire toutefois l'attention sur deux notes relatives à l'information financière. Il s'agit des notes VI et VII de l'annexe aux comptes consolidés condensés. La note VI décrit les modalités de reclassement comptable et de méthode d'évaluation des actifs non courants et groupes destinés à être cédés et ses principaux effets sur les comptes financiers. La note VII décrit, dans un contexte caractérisé par une crise des finances publiques de certains pays de la zone euro et en particulier la Grèce, les principes de valorisation des titres grecs ainsi que les dépréciations comptabilisées sur certains de ces titres. Le commissaire estime donc nécessaire de renvoyer explicitement à ces deux notes, dès lors qu'elles contiennent des informations importantes pour l'interprétation de la position financière et des résultats.

5. Observations finales concernant le contrôle et la surveillance

Le secteur bancaire est, plus que tout autre, soumis à la surveillance, aux contrôles internes et externes. Cela n'a toutefois pas empêché Dexia de succomber une seconde fois à une crise de liquidité et de devoir être sauvée. Il est toujours possible d'augmenter les contrôles et d'améliorer les mesures existantes, mais, en l'occurrence, cela n'aurait probablement pas fait de différence. Le problème trouve ses origines fondamentales dans le passé (la croissance illimitée de la structure bilantaire déséquilibrée) et dans des facteurs externes (la crise souveraine). Un certain nombre de recommandations peuvent toutefois être formulées pour raccourcir le temps de réaction de l'autorité de contrôle et suivre de plus près les décisions et les délibérations de principaux organes de la société.

De commissaris verklaart daarbij: "Op basis van ons beperkte nazicht kwamen er geen elementen of feiten aan onze aandacht welke ons doen geloven dat de tussentijdse financiële informatie voor de zes maanden eindigend op 30 juni 2011 niet, in alle materiële opzichten, is opgesteld overeenkomstig IAS 34 "tussentijdse financiële verslaggeving" zoals aanvaard door de EU."

De commissaris vestigt in dit verslag wel de aandacht op twee toelichtingen bij de financiële informatie. Dit betreft de toelichting VI en VII van de bijlagen bij de geconsolideerde beknopte financiële verslagen. Toelichting VI beschrijft de modaliteiten van de boekhoudkundige herklassering en de waarderingsmethode van de vaste activa en groepen van activa aangehouden voor verkoop, en de voornaamste effecten op de financiële rekeningen. Toelichting VII beschrijft in een kader gekenmerkt door een crisis van de openbare financiën van bepaalde landen in de eurozone en meer specifiek Griekenland, de waarderingsmethode in verband met de Griekse schuldinstrumenten alsook de geboekte waardeverminderingen op bepaalde van deze schuldinstrumenten. De commissaris acht het dus noodzakelijk om expliciet naar deze twee toelichtingen te verwijzen omdat zij belangrijke informatie bevatten voor het interpreteren van de financiële positie en de resultaten.

5. Slotbemerkingen over controle en toezicht

De banksector is als geen andere onderworpen aan toezicht, interne en externe controles. Toch heeft dit niet kunnen beletten dat Dexia voor een tweede maal ten onder ging in een liquiditeitscrisis en moest gered worden. Nog meer controles en verbeteringen aan de bestaande maatregelen zijn altijd mogelijk maar zouden in dit geval waarschijnlijk geen belangrijk verschil hebben gemaakt. De fundamentele oorzaken van het probleem lagen in het verleden (de ongebreidelde groei van de onevenwichtige balansstructuur) en externe factoren (de soevereine crisis). Wel kunnen een aantal aanbevelingen geformuleerd worden om de reactietijd van het toezicht te verkorten en om de beslissingen van en besprekingen in de belangrijkste vennootschapsorganen van dichterbij op te volgen.

V. — DEXIA ET LA CRISE SOUVERAINE

CHAPITRE 1^{ER}

L'incohérence de la politique européenne

Dexia n'aurait pas été acculée au démantèlement à la suite de la crise souveraine s'il n'y avait pas eu de crise souveraine. Ce truisme mérite d'être rappelé, car il ramène le problème à sa juste proportion. Cela ne signifie pas que le démantèlement n'aurait de toute façon pas pu être évité, mais au moins sa responsabilité ne pèserait-elle pas sur les responsables du développement de cette situation.

1. Problématique

Il faut raisonner en trois temps pour comprendre à quel point l'incohérence des choix politiques européens a pu induire le secteur financier en erreur. D'abord, les choix politiques posés lors de la création et l'évolution de la zone Euro. Ensuite, les messages envoyés au secteur financier par l'Union européenne à travers la régulation. Enfin, la forme de déresponsabilisation vis-à-vis du secteur financier envoyé par les discours politiques de 2011.

1.1 Les choix politiques de la création et l'évolution de la zone Euro

Lors de la création de la zone euro en 1999, les critères quantitatifs d'admission des membres fondateurs sont censés être clairs et fermes: un déficit public inférieur à 3 % du PIB, une dette publique ne dépassant pas 60 % du PIB, et une inflation maîtrisée. Les dérogations sont données en fonction d'un engagement ferme des états à converger vers ces critères avec un plan précis. Notamment, la Belgique — dont l'éviction de la zone Euro n'est politiquement pas imaginable — adhère avec une dette publique supérieure à 100 % de son PIB, tout comme l'Italie à ce moment. À l'époque, le gouvernement s'engage à poursuivre une politique volontariste de réduction du déficit public et du niveau d'endettement pour converger vers les critères du Pacte de Stabilité et de Croissance, acte fondateur de l'Union monétaire.

V. — DEXIA EN DE STAATSSCHULDENCRISIS

HOOFDSTUK 1

De incoherentie van het Europese beleid

Was het niet tot een staatsschuldencrisis gekomen, dan was Dexia niet tot ontmanteling gedwongen geweest ten gevolge van die crisis. Die gemeenplaats moet in herinnering worden gebracht, omdat ze het probleem in de juiste proporties schetst. Dat betekent niet dat de ontmanteling hoe dan ook niet had kunnen worden voorkomen, maar op zijn minst had de verantwoordelijkheid ervoor niet gerust op de personen die verantwoordelijk zijn voor de evolutie van die situatie.

1. Probleemstelling

Om te begrijpen hoezeer de incoherentie van de Europese beleidskeuzes de Europese financiële sector heeft kunnen bedotten, moet op drie punten worden gewezen: de politieke keuzes die werden gemaakt bij het instellen en de uitbouw van de eurozone, de signalen die Europese Unie via regulering de financiële sector heeft gegeven, en ten slotte het politieke discours van 2011, volgens hetwelk de politiek jegens de financiële sector geen verantwoordelijkheid droeg.

1.1 De politieke keuzes bij het instellen en de uitbouw van de eurozone

Toen de eurozone in 1999 werd opgericht, werden de kwantitatieve toelatingscriteria van de grondleggers geacht klaar en duidelijk te zijn: het begrotingstekort moet minder dan 3 % van het bbp bedragen, de overheidsschuld mag niet hoger liggen dan 60 % van het bbp en de inflatie moet binnen de perken blijven. Van die criteria kan worden afgeweken, op voorwaarde dat de betrokken Staten er zich ondubbelzinnig toe verbinden die criteria aan de hand van een welbepaald plan na te streven. Met name België — politiek is het ondenkbaar dat het land uit de eurozone wordt gezet — is tot de eurozone toetreden met een overheidsschuld die hoger lag dan het totale bbp, net als Italië op dat moment overigens. Bij de toetreding heeft de regering er zich toe verbonden een voluntaristisch beleid te voeren om het begrotingstekort en de schuldgraad terug te dringen en te streven naar de inachtneming van de criteria van het Stabiliteits- en Groeipact, de oprichtingsakte van de Monetaire Unie.

La Grèce est reprise comme douzième membre de la zone euro deux ans plus tard. L'année de son adhésion, sa dette publique constitue 103,4 % de son PIB et son déficit public est à 3,7 %. Dans le même temps, la zone euro présente un déficit moyen de 1,8 %. Jamais, sauf en 2006, la Grèce ne présentera un déficit respectant le critère formel de déficit inférieur à 3 %.

En réalité, la décision d'accepter la Grèce — qui ne pesait que 2 % du PIB européen en 2000 — fut, comme on l'a toujours su, politique: même si des efforts avaient été observés pour réduire le déficit en 1997 et 1998, la convergence grecque était loin, très loin de tendre vers le respect des critères: même si le gouvernement avait pu poursuivre ses efforts sur le même rythme que juste avant l'adhésion — la barre de 60 % n'aurait été atteinte qu'en 2009, soit dix ans plus tard. Économiquement, l'Union avait la possibilité d'attendre la confirmation de ces bonnes dispositions, mais politiquement il n'en a rien été. Il faut noter que l'on ne tient même pas compte ici de la dissimulation systématique de l'état réel des comptes nationaux par le gouvernement grec, qui n'a fait qu'empirer la situation, mais qui n'influence pas l'analyse menée dans cette section.

La politique des “deux poids, deux mesures” au sein de la zone euro s'est poursuivie par la suite, cette fois-ci au bénéfice des pays les plus puissants. L'Allemagne et la France ont délibérément, plusieurs années de suite, violé les critères du Pacte en laissant filer leur déficit budgétaire (2003, 2004 (surtout) et 2005). Vu leur puissance dans l'Union, elles ont pu le faire en toute impunité. Depuis lors, avec la crise de 2008, la zone a globalement laissé filer ses déficits pour juguler les effets de la crise aiguë de 2009, et est en moyenne en violation des deux principaux critères du Pacte.

Quels signaux les décideurs politiques de la zone Euro ont-ils donné pendant ces treize dernières années? D'un point de vue extérieur, comme par exemple celui d'un opérateur privé, il est assez limpide: collectivement, les pays membres de la zone se serrent les coudes. Ils ont mis en place un système de solidarité politique dans lequel le tout est plus important que les parties. Disposant d'une monnaie unique, les pays membres gommant les imperfections et aspérités de leurs maillons les plus faibles en demandant, implicitement, de considérer

Deux ans plus tard, la Grèce est reprise comme douzième membre de la zone euro. L'année de son adhésion, sa dette publique constitue 103,4 % de son PIB et son déficit public est à 3,7 %. Dans le même temps, la zone euro présente un déficit moyen de 1,8 %. Jamais, sauf en 2006, la Grèce ne présentera un déficit respectant le critère formel de déficit inférieur à 3 %.

Two years later, Greece is taken back as the twelfth member of the eurozone. In the accession year, its public debt amounts to 103,4 % of its GDP and its budget deficit 3,7 %. In that year, the average deficit of the eurozone is 1,8 %. At no point — except in 2006 — will the budget deficit of Greece meet the formal criterion that the deficit must be under 3 %.

In werkelijkheid was het altijd al bekend dat de beslissing om Griekenland — dat in 2000 goed was voor slechts 2 % van het Europese bbp — toe te laten tot de eurozone, een politieke beslissing was: het land had weliswaar inspanningen geleverd om het begrotingstekort in 1997 en 1998 terug te dringen, maar het behaalde resultaat volstond bijlange niet om nog maar in de buurt te komen van de opgelegde criteria. Zelfs al had de Griekse regering de gedane inspanningen kunnen aanhouden in hetzelfde tempo als net vóór de toetreding — toen het beste resultaat ooit werd gehaald —, dan nog had het niveau van 60 % pas in 2009, dus tien jaar later, kunnen worden bereikt. In economisch opzicht kon de Unie wachten tot die goede voornemens in de praktijk werden gebracht, maar in politiek opzicht deed ze dat niet. Op te merken valt dat in deze analyse zelfs geen rekening wordt gehouden met het feit dat de Griekse regering de werkelijke toestand van de nationale rekeningen systematisch verhulde, wat de toestand alleen maar erger maakt. Die handelwijze van de Grieken heeft geen invloed op de in dit verband gemaakte analyse.

Ook nadien werd in de eurozone met twee maten gemeten, maar dan ten gunste van de machtigste landen. Duitsland en Frankrijk hebben gedurende meerdere opeenvolgende jaren bewust de criteria van het Stabiliteits- en Groeipact geschonden door hun begrotingstekort in 2003, (vooral) in 2004 en 2005 te laten aangroeien. Gezien hun status binnen de Unie kwamen zij daar ongestraft mee weg. Sindsdien, bij het uitbarsten van de crisis in 2008, hebben zowat alle landen van de eurozone hun begrotingstekort laten aangroeien om de gevolgen van de hevige crisis van 2009 op te vangen, zodat gemiddeld de twee belangrijkste criteria van het Pact worden geschonden.

De vraag rijst welke signalen de beleidsmakers van de eurozone die voorbij dertien jaar hebben gegeven. Uit het oogpunt van een buitenstaander — dat van een privéoperator bijvoorbeeld — is de zaak vrij duidelijk: de lidstaten van de eurozone sluiten collectief de rangen. Ze hebben een regeling van onderlinge politieke solidariteit uitgewerkt, waarbij het geheel primeert op de onderdelen. Gewapend met een gemeenschappelijke munt vijlen zij de onvolkomenheden en de scherpe kantjes van de zwakste lidstaten af door impliciet te vragen dat

que les problèmes des uns — reconnus dès le départ — seront résolus, le cas échéant, par les autres, par la force s'il le faut. L'Union Monétaire se présente comme une convergence d'intérêts politiques, dans laquelle une seule façade est présentée vers l'extérieur: celle d'une zone souveraine où les dettes des états sont pratiquement interchangeables.

1.2 Les messages envoyés par la régulation financière

Pour consacrer ce principe de solidarité financière vis-à-vis des bailleurs de fonds des États, ceux-ci doivent leur donner les gages de leur engagement à se montrer solidaires au niveau financier. Cela s'est principalement produit à travers la régulation financière. Les Accords de Bâle II en ont été le véhicule principal.

D'après le premier pilier de Bâle II, une banque doit assurer un niveau de solvabilité suffisant en fonction de son exposition agrégée au risque au sein et en dehors du bilan. Pour ce faire, elle doit constituer un noyau de fonds propres de base (Tier I Capital) qui doit être au minimum de 8 % du total de ses actifs pondérés par les risques, dont le risque crédit constitue 85 % du total.

Or, en matière de dette souveraine, les Accords de Bâle II donnent une place privilégiée aux notations pour déterminer les pondérations correspondantes:

de — van in den beginne erkende — problemen van sommige lidstaten eventueel door de andere lidstaten zullen worden weggewerkt, als het moet onder dwang. De Monetaire Unie profileert zich als een samenloop van politieke belangen en heeft naar buiten toe slechts één gezicht: dat van een soevereine zone waarin de schulden van de lidstaten zo goed als onderling inwisselbaar zijn.

1.2 De signalen van de financiële regulering

Met het oog op de verankering van dat beginsel van financiële solidariteit jegens de geldschieters van de Staten, moeten die Staten hen een onderpand geven voor hun verbintenis om zich financieel solidair te tonen. Zulks is voornamelijk geschied via financiële regulering, en inzonderheid door middel van de Bazel II-akkoorden.

Op grond van de eerste pijler van "Bazel II" moeten banken over een toereikend solvabiliteitsniveau beschikken, afhankelijk van hun geaggregeerde risicopositie binnen én buiten balans. Daartoe moeten de banken een kernvermogen aan eigen kapitaal (Tier I-kapitaal) aanleggen, dat ten minste 8 % moet bedragen van het totaal van hun risicogewogen activa, waarvan het kredietrisico 85 % van het totaal uitmaakt.

In verband met de staatsschuld wordt, ingevolge de Bazel II-akkoorden, de risicoweging in de eerste plaats bepaald aan de hand van de ratings:

Notation/ Rating	AAA à/tot AA-	A+ à/tot A-	BBB+ à/tot BBB-	BB+ à/tot B-	Sous/< B-	Non noté Zonder rating
Poids/ Gewicht	0 %	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %

Pondération des dettes souveraines en fonction des notations sous Bâle II. Source: BRI

Normalement, les banques de grande taille ne peuvent pas utiliser ce système simplifié: elles doivent utiliser un système de notation interne et déterminer elles-mêmes la probabilité de défaut de l'émetteur et la perte éventuelle en cas de défaut, afin d'obtenir une pondération plus précise. Cependant, l'Article 89(1)(d) de la Directive CRD, amendée par la Directive 2009/111/EC ou "CRD II", instaure une exception bien confortable pour les États: un poids de risque de 0 % est assigné pour la dette gouvernementale des pays membres

Weging van de staatsschuld op basis van de rating (conform Bazel II). Bron: BIS

Normaal mogen de grootbanken dat vereenvoudigd stelsel niet gebruiken: zij moeten een intern ratingsysteem hanteren en zelf de kans op wanbetaling door de emittent alsook het eventuele verlies bij wanbetaling bepalen om een nauwkeurigere weging te verkrijgen. Nochtans voorziet artikel 89, 1, (d), van Richtlijn 2006/48/EG ("CRD-richtlijn"), gewijzigd bij Richtlijn 2009/111/EG ("CRD II-richtlijn"), in een wel erg gunstige uitzondering voor de Staten: ingeval het gaat om overheidsschuld in de nationale munt van een Staat, wordt aan die

libellées dans la devise domestique de ces gouvernements. Comme tous les pays de l'UEM partagent la même devise, ils jouissent de ce poids de 0 % pour toutes les banques. Ce système introduit une distorsion en faveur de la dette souveraine, et en défaveur de la dette d'entreprise, hypothécaire ou privée, qui doivent faire l'objet d'une pondération pour les risques supérieure à zéro.

Conjuguées à celles de la sous-section précédente, ces constatations amènent à considérer que les banques pouvaient raisonnablement et rationnellement considérer que l'ensemble de la dette souveraine en zone Euro devait naturellement, vu les vifs encouragements des gouvernements à y souscrire — n'oublions pas qu'il faut choyer ses créanciers si l'on veut qu'ils continuent à nous prêter de l'argent — fournir une garantie solidaire en cas de défaillance d'un de ses membres. Il s'agit là d'une véritable invitation à contribuer sans limites à l'endettement des États; tant que la zone Euro demeurerait viable, la banque prêteuse serait assurée de retrouver sa mise.

Notons que les institutions financières qui ont prêté leur concours à ce système ont été soit naïves, soit sournoises, soit les deux. Elles ont participé à ce jeu avec une certaine bonne volonté, d'autant plus lorsqu'elles souscrivaient à de la dette présentant des rendements élevés, comme de la dette grecque — ce qui explique que de nombreuses banques ont une exposition importante sur ce papier: pour qu'il y ait un marché, il faut qu'il y ait une offre mais aussi une demande abondantes. Les événements récents nous ont appris qu'il n'y a pas de repas gratuit: si l'on veut capter une prime, il faut savoir que l'on court un risque. Mais il ne faut pas se tromper de cible en l'occurrence: ce sont les États qui ont fixé les règles du jeu, et c'est donc prioritairement à eux d'assumer les conséquences d'une dérive de ce jeu.

1.3 La déresponsabilisation vis-à-vis du secteur financier

Depuis plusieurs années jusqu'en 2009, le gouvernement grec dissimulait l'ampleur réelle des déficits budgétaires, et fournissait des chiffres manipulés en sa faveur à Eurostat, le service statistique officiel de l'Union. Le gouvernement avait prédit un déficit de 3,7 % au début de l'année, l'avait révisé à 6 % en septembre. Le gouvernement socialiste a repris les rênes du gouvernement, a procédé à une réestimation du déficit, et l'a finalement fixé à 12,7 %. Pourtant, en mai, sous la pression du marché des *Credit Default Swaps* (CDS) qui avait anticipé un grave problème, le gouvernement

overheidsschuld een risicogewicht van 0 % toegekend. Aangezien alle EMU-landen dezelfde munt hebben, geldt dat risicogewicht van 0 % voor alle banken in die landen. Dat systeem zorgt voor een discrepantie die de overheidsschuld bevoordeelt ten koste van de ondernemingsschuld, de hypothecaire schuld en de private schuld, waarvoor een risicoweging wordt toegepast ingeval het risico hoger is dan nul.

In combinatie met de vaststellingen in de vorige onderafdeling kan uit deze vaststellingen worden afgeleid dat de banken redelijkerwijze en logischerwijze konden veronderstellen dat de volledige staatsschuld in de eurozone op natuurlijke wijze, gelet op de hevige aanmoedigingen vanwege de regeringen om op schuldpapier in te tekenen — kredietverstrekkers moeten immers worden gepaaid als men wil dat zij ons geld blijven lenen —, zou zijn gedekt door een onderlinge borgstelling ingeval een van de leden in gebreke zou blijven. Dat zet niet meer of niet minder de deur open om ongeremd bij te dragen tot de schuldenlast van de Staten: zolang de eurozone het hoofd boven water zou houden, zou de uitgevende bank zijn inleg nooit kwijtspelen.

De financiële instellingen die aan dit systeem hebben meegewerkt, zijn overigens of naïef, of schijnheilig geweest, ofwel beide. Zij hebben in zekere zin het spel al te graag meegespeeld, vooral wanneer het schuld papier waarop werd ingetekend, hoge opbrengsten in uitzicht stelde, zoals met het Griekse schuld papier het geval was. Niet toevallig hebben veel banken belangrijke posities in Grieks schuld papier ingenomen: om van een markt te kunnen spreken, moet niet alleen het aanbod voldoende groot zijn, maar ook de vraag. "*There's no such thing as a free lunch*" — de jongste gebeurtenissen hebben dat nogmaals aangetoond; wie een premie wil opstrijken, moet er een zeker risico bijnemen. Toch mag men zich niet van doelwit vergissen: aangezien de Staten de spelregels hebben bepaald, moeten zij als eerste de klappen opvangen wanneer de zaken uit de hand lopen.

1.3 Deresponsabilisering ten aanzien van de financiële sector

In 2009 en al ettelijke jaren voordien verhulde de Griekse regering de werkelijke omvang van haar begrotingstekorten en verstreekte ze Eurostat, het officiële bureau voor de statistiek van de Europese Unie, cijfers die in haar voordeel waren aangepast. De regering had in het begin van dat jaar een tekort van 3,7 % voorspeld, maar het in september bijgesteld tot 6 %. De socialistische regering die het roer overnam, herberekende vervolgens het begrotingstekort en kwam uiteindelijk uit op 12,7 %. Onder druk van de markt van de *credit default swaps*, die ernstige problemen gewaarwerd,

avait finalement reconnu que ce déficit s'élevait en fait à 13,6 %. La crise souveraine était enclenchée.

Les autorités publiques de la Grèce ont dissimulé des informations importantes, certes. Elles les ont dissimulées à Eurostat, qui n'est pas parvenue à débusquer l'"ingénierie budgétaire" responsable de l'embellissement des comptes. Les marchés financiers ont anticipé le problème avant sa reconnaissance officielle. Bref, les autorités politiques européennes ont laissé se développer un cancer en leur sein, l'ont reconnu très tardivement, et s'en sont défaits sur le secteur financier. N'oublions pas que le problème initial de la Grèce est un problème de gouvernance publique, et que le contrôle des comptes est également de la compétence des autorités publiques.

L'opinion publique a, avec raison, pointé l'aide active de la banque d'investissement *Goldman Sachs* dans l'opération de dissimulation du problème grec. Cette responsabilité a été d'autant plus mise en évidence qu'à travers d'autres activités, la même banque d'investissement a réalisé de substantiels bénéfices en surfant sur le problème grec. La stigmatisation cet acteur important du secteur financier est largement justifiée. *Goldman Sachs* représente la mèche, par le bâton de dynamite: son intervention n'en dédouane pas moins le pouvoir politique des ses responsabilités dans la résolution de la crise.

2. Analyse

Est-ce que le groupe Dexia fut purement et simplement victime d'une crise qui le dépassait et qu'il ne pouvait pas anticiper? La réponse à cette question ne coule pas de source. Il existe certaines circonstances atténuantes, mais d'autres qui pourraient faire l'objet de critiques vis-à-vis de la politique d'investissement et de *deleveraging* du groupe.

2.1 Circonstances atténuantes

D'un côté, les reproches que l'on pourrait adresser à Dexia quant à l'accumulation de risque souverain au bilan pourraient l'être à un très grand nombre de banques qui présentent, directement ou indirectement, une exposition importante. Si l'on fait abstraction de l'exposition indirecte au risque pays vis-à-vis des économies italienne, espagnole et portugaise, Dexia a largement suivi le peloton bancaire européen en la matière.

had de regering in mei 2010 echter toegegeven dat het tekort feitelijk 13,6 % bedroeg. De staatsschuldcrisis was een feit.

Het lijkt geen twijfel dat de Griekse overheid belangrijke informatie heeft achtergehouden. Zij heeft Eurostat een rad voor ogen gedraaid, en dat bureau is er niet in geslaagd het staaltje budget engineering waarmee de rekeningen werden opgemaakt, te ontwaren. De financiële markten hebben niet op de officiële erkenning van het probleem gewacht om erop te anticiperen. De Europese beleidvoerders hebben met andere woorden intern een kanker tot ontwikkeling laten komen, heel laat de ernst van het probleem ingezien en vervolgens de schuld bij de financiële sector gelegd. Men mag niet vergeten dat de Griekse kwestie in de eerste plaats te maken heeft met openbaar bestuur en dat de controle van de rekeningen eveneens tot de bevoegdheid van de overheid behoort.

De publieke opinie heeft er terecht op gewezen dat de zakenbank *Goldman Sachs* actief betrokken was bij het camoufleren van de werkelijke Griekse begrotings-toestand. Die verantwoordelijkheid viel bovendien des te meer op doordat dezelfde zakenbank via andere activiteiten forse winsten heeft geboekt door te parasiteren op de problemen in Griekenland. Die belangrijke speler uit de financiële sector wordt volkomen terecht met de vinger gewezen. *Goldman Sachs* was de lont in het kruitvat, maar niet het kruit zelf: de rol die de zakenbank heeft gespeeld, ontslaat de overheid hoegenaamd niet van haar verantwoordelijkheid om de crisis aan te pakken.

2. Analyse

Is de Dexia-groep eenvoudigweg het slachtoffer geworden van een crisis die hij niet zag aankomen en waarop hij niet proactief kon inspelen? Op die vraag bestaat geen eenduidig antwoord. Er zijn enkele verzachtende omstandigheden, maar evengoed andere omstandigheden op grond waarvan het investerings- en *deleveraging* beleid van de groep ter discussie kan worden gesteld.

2.1 Verzachtende omstandigheden

Eenzijds zouden de verwijten aan Dexia in verband met de almaar grotere plaats van staatsschuldpapier in de balans evengoed kunnen gelden ten aanzien van heel veel andere banken die direct of indirect een hoog risico liepen. Het indirecte risico met betrekking tot de Italiaanse, Spaanse en Portugese economie buiten beschouwing gelaten, was Dexia een van de vele banken in het Europese peloton.

En outre, il ne faut pas minimiser l'importance de la gouvernance et de la structure actionnariale. Plusieurs responsables du groupe ont mentionné que, bien qu'il n'y ait jamais eu d'injonction formelle de la part des gouvernements ou de leurs représentants afin de les forcer d'accumuler de la dette souveraine, le rôle particulier de Dexia dans le financement du secteur public et le fait que les actionnaires de référence eux-mêmes émanent directement ou indirectement des autorités publiques rendaient cette accumulation bienvenue et conseillée.

La responsabilité des autorités politiques européennes, qui ont laissé s'aggraver une crise qui aurait pu être contenue à plusieurs reprises (en 2010 si des mesures suffisantes avaient été prises pour contenir la détresse financière de l'État grec, en 2011 si la solidarité Européenne s'était exprimée de manière moins équivoque et sans atermoiements), est aussi engagée dans le message d'espoir d'une résolution rapide et ordonnée de la crise que le Conseil européen n'a pas arrêté de distiller, en contradiction flagrante avec la réalité. Même durant l'été 2011, et notamment autour du sommet du 21 juillet, les personnes qui auraient cru les discours lénifiants des leaders politiques européens auraient été induites de garder en dépit du bon sens du papier souverain dont la valeur de marché n'arrêtait pas de se déprécier, avec un impact direct sur le bénéfice — et donc sur les fonds propres — en temps réel, comme imposé par les règles comptables. Il y a une différence fondamentale entre le caractère "moyen-termiste" du message politique, qui explique en substance qu'un défaut généralisé n'aura pas lieu et qu'il n'y a donc pas lieu de s'inquiéter, et la réalité du terrain financier dont les effets de court terme doivent être gérés en priorité. À ce sujet, le politique s'est lourdement trompé et a pu envoyer des signaux contre-productifs en induisant les banques à conserver des positions que des acteurs plus réactifs vendaient. Lorsque le bateau est sur le point de couler, on ne se sauve pas en obéissant au commandant qui conseillerait de rester dans sa cabine.

À cet égard, il faut mettre en avant l'évolution rapide de la position de M. Pierre Mariani par rapport à ce risque lorsque le problème devient sensible. Au début du mois de mai, il évoque le fait que l'exposition de Dexia par rapport aux pays à problème n'a pas significativement évolué, et que le groupe devrait être en mesure d'absorber un choc raisonnable. La croissance de l'incertitude caractérise l'évolution de son opinion à

Bovendien mag het belang van governance en van de aandeelhoudersstructuur niet worden veronachtzaamd. Volgens verschillende topmensen van de groep hebben de regeringen of hun vertegenwoordigers hen weliswaar nooit formeel de opdracht gegeven staatschuld te accumuleren, maar kwam die accumulatie de overheid wel goed uit en werd ze zelfs raadzaam geacht op grond van de specifieke rol van Dexia in de financiering van de overheidssector en het feit dat de referentieaandeelhouders zelf direct of indirect banden hadden met de overheid.

Ook de Europese beleidsinstanties dragen een verantwoordelijkheid. Zij hebben een crisis uit de hand laten lopen, terwijl ze die op verschillende tijdstippen hadden kunnen beteugelen (in 2010, mochten zij toereikende maatregelen hebben genomen om de benarde financiële toestand van de Griekse Staat recht te trekken, maar ook in 2011, mocht de Europese solidariteit minder dubbelzinnig en zonder getalm tot uiting zijn gekomen). Die verantwoordelijkheid speelde ook toen de Europese Raad onophoudelijk de hoopvolle boodschap uitdroeg dat de crisis snel en ordentelijk zou worden opgelost, hetgeen volkomen haaks op de realiteit stond. Kennelijk werden aldus, zelfs tijdens de zomer van 2011 en inzonderheid rond de top van 21 juli 2011, beleggers die geloof hechtten aan de sussende woorden van de Europese politieke leiders op het verkeerde been gezet, waardoor zij — tegen het gezond verstand in — staatspapier in hun bezit hielden waarvan de marktwaarde almaar daalde, met in real time een directe impact op de winst en dus op het eigen vermogen, overeenkomstig de boekhoudkundige regels. Er gaapt een fundamentele kloof tussen de middellangetermijnboodschap van de politiek, die er in substantie op neerkomt dat er geen algemene wanbetaling dreigt en dat er dus geen reden is tot ongerustheid, en de realiteit op de financiële markten, waar prioritair de kortetermijngevolgen moeten worden aangepakt. Op dat vlak heeft de politiek de bal danig misgeslagen, door contraproductieve signalen uit te zenden waardoor de banken ertoe werden aangezet posities te handhaven, terwijl reactievere spelers hun posities verlieten. Wanneer de boot op het punt staat te zinken, redt men zijn hachje niet door te gehoorzamen aan een commandant die iedereen aanraadt in zijn kajuit te blijven.

In dat verband moet worden gewezen op het snel evoluerende standpunt van de heer Pierre Mariani wat dat risico betreft, zeker toen de toestand nijpend begon te worden. Begin mei beweerde hij nog dat de blootstelling van Dexia ten opzichte van Staten in mogelijke wanbetaling niet significant was geëvolueerd en dat de groep dus bij machte moest zijn een behoorlijke schok op te vangen. Daarna echter nam de onzekerheid toe

partir de ce moment; il y a un certain scepticisme par rapport au message politique. À la fin du mois d'août, l'incertitude se déplace du niveau de la décote — toujours très incertain — vers l'impossibilité d'imaginer la manière dont on va combler le vide juridique entre les décisions annoncées par l'Union et leur mise en œuvre effective. À ce moment, la position du management est très claire: il faut réduire à tout prix l'exposition au risque souverain. La qualité de l'analyse de M. Mariani sur ce point n'est pas critiquable au vu de la saine prudence qui doit caractériser le management d'un groupe d'une telle importance.

2.2 Circonstances aggravantes

Nonobstant ce qui précède, on peut relever deux aspects sur lesquels l'inconséquence de la politique européenne aurait dû constituer une incitation plutôt qu'un frein à une réduction plus active de l'exposition à la dette souveraine: le réflexe de diversification et l'aléa moral potentiel.

Comme on le verra lors de la section suivante, Dexia présente de manière structurelle une exposition importante au risque-pays de plusieurs États "à problème", à travers ses activités opérationnelles en Italie, en Espagne et, dans une moindre mesure, au Portugal. Cette exposition est relativement inerte, et fait l'objet d'une grande partie de l'effort de *deleveraging*. Or, dans une logique d'allocation optimale d'actifs de niveaux de liquidité différents, il existe un principe fondamental de distinction entre le noyau et le satellite du portefeuille. Pour Dexia, le noyau, c'est le portefeuille bancaire, lié aux activités opérationnelles d'intermédiation financière. Le satellite, c'est le portefeuille de négociation, rangé par ordre de liquidité. Le souverain européen étant le plus liquide parmi les obligations à moyen et long terme, c'est nécessairement la variable d'ajustement. Or, au-delà des questions de rentabilité, le risque de concentration s'avère une question importante en matière d'allocation.

En principe, lorsque le risque est nul, il n'y a pas de limite à l'accumulation d'un actif réputé sans risque; il n'y a donc pas nécessairement urgence à réduire drastiquement ce portefeuille en 2009. Par contre, en 2010, il est apparu qu'une menace, certes diffuse, pesait sur la zone Euro. Il est vraisemblable que cette logique

en begon de heer Mariani zijn standpunt bij te stellen; er ontstond toen enige scepsis ten aanzien van de boodschap van de politici. Eind augustus verschoof de focus evenwel; de — nog steeds zeer wispelturige — waardeverminderingen baarden niet langer het meeste zorgen, maar wel het feit dat men maar geen manier vond om invulling te geven aan de juridische leemte tussen de door de Europese Unie aangekondigde maatregelen en de daadwerkelijke tenuitvoerlegging ervan. In die periode is het standpunt van het management glashelder: de blootstelling aan het staatsschuldrisico moet hoe dan ook worden verminderd. Het staat buiten kijf dat die analyse van heer Mariani de toets van de kritiek kan doorstaan, omdat het management van een zo belangrijke groep als Dexia nu eenmaal een gezonde omzichtigheid aan de dag moet leggen.

2.2 Verzwarende omstandigheden

In weerwil van wat voorafgaat, zijn er twee aspecten die maken dat de inconsequentie van het Europese beleid, in plaats van een rem, veeleer een stimulus had moeten zijn om de blootstelling aan overheidsschuld ingrijpender te verminderen: de diversificatiereflex en het potentiële moreel risico (of moral hazard).

Zoals hierna nog zal blijken, loopt Dexia structureel een groot risico door de blootstelling aan de staatschuld van verschillende probleemlanden; de groep ontplooit namelijk nogal wat operationele activiteiten in Italië, Spanje en — in mindere mate — Portugal. Die blootstelling is relatief inert en een groot deel van de schuldafbouwingspanningen (*deleveraging*) zijn daarop gefocust. In een logica waarbij een optimale aanwending wordt beoogd van activa van verschillende liquiditeitsniveaus, geldt het fundamentele beginsel dat een onderscheid moet worden gemaakt tussen de kern en de satelliet van de portefeuille. Voor Dexia bestaat die kern uit de bankportefeuille, gekoppeld aan de operationele activiteiten op het stuk van financiële bemiddeling. De satelliet is in het geval van Dexia de handelsportefeuille, waarbinnen een rangschikking naar liquiditeit wordt gehanteerd. Aangezien het Europese staatspapier de meest liquide onder de middellange- en langetermijnobligaties is, spelen die effecten noodzakelijkerwijs de rol van bijstellingsvariabele. In dat verband is echter niet alleen het rendabiliteitsvraagstuk van belang, maar zeker ook het concentratierisico bij de aanwending van de activa.

Bij een nulrisico staat er in principe geen limiet op de accumulatie van als risicoloos beschouwde activa. Met andere woorden: in 2009 was het niet noodzakelijk die portefeuille dringend en drastisch af te bouwen. In 2010 begon daarentegen een — weliswaar diffuse — dreiging op de eurozone te rusten. Zeer waarschijnlijk is

de limitation du risque en jouant sur la variable d'ajustement, qui aurait voulu que Dexia réduise de manière très offensive son exposition souveraine directe, n'ait pas été mise en œuvre de manière volontariste, les considérations de collatéral et de rentabilité ayant joué un rôle prépondérant. Cette politique attentiste, vraisemblablement dictée — en tout cas durant l'été 2011 — par l'établissement de la priorité sur la réduction du *Legacy* et des FP garantis, a aussi eu un impact potentiel sur la taille de l'exposition hors-bilan (particulièrement les *swaps* de taux d'intérêt), qui aurait pu être réduite à concurrence de l'exposition souveraine.

Par ailleurs, les banques, dont Dexia, sont-elles exonérées de toute responsabilité par rapport au développement de cette crise? Certainement pas. D'abord, elles ont participé à un jeu dangereux avec une certaine naïveté, croyant sans doute que le processus de décision politique européen, qui est par essence centrifuge en période électorale et dans une logique intergouvernementale, allait réserver un sort juste et équitable au secteur financier à l'issue du processus. Ensuite, dans un raisonnement de second degré typique des problématiques d'asymétrie d'information et d'aléa moral, les grandes banques ont certainement reconnu que leur statut d'institutions systémiques leur permettrait d'échapper à un "*haircut*" trop important en cas de crise souveraine, tout simplement parce que les États ne pourraient pas se permettre de les laisser tomber pour un problème dont ils sont principalement responsables. Mais surtout, l'analyse économique dont les banques sont pourtant friandes et dont elles se targuent d'une certaine expertise, aurait pu — aurait dû — leur mettre la puce à l'oreille: les niveaux d'endettement globaux vers lesquels les pays membres de la zone Euro se dirigeaient ne sont tout simplement, suivant une perspective d'histoire économique, pas soutenables.

Les travaux de Reinhart et Rogoff l'ont amplement montré: au-delà de 60 % de niveau de dette sur PIB, un état rentre en situation de difficulté structurelle; en outre, comme le montre le graphique suivant, les dettes bancaires ont historiquement tendance à être suivies de crises de la dette.

La conjonction de ces deux constatations amène à une sérieuse suspicion que l'on pouvait avoir en 2008 par rapport à ce qui pourrait constituer une réplique de la crise bancaire et financière, à savoir une crise souveraine. Normalement, les États souverains auraient dû l'assumer; ils ont choisi d'en faire peser une partie

toen onvoldoende voluntaristisch de kaart getrokken van risicobeperking met behulp van de bijstellingsvariabele, op grond waarvan Dexia zeer offensief zijn directe blootstelling aan overheidspapier had moeten terugdringen; onderpand- en rendabiliteitsoverwegingen hebben kennelijk zwaarder doorgewogen. Die afwachtende politiek, die kennelijk werd gevolgd onder het dictaat — althans in de zomer van 2011 — van de prioriteit die werd gelegd bij de inkrimping van de *Legacy*-portefeuille en de gewaarborgde financiële producten, heeft ook een potentiële impact gehad op de omvang van de blootstelling buiten balans (vooral de renteswaps), die had kunnen worden gereduceerd ten belope van de soevereine blootstelling.

Voorts rijst de vraag of de banken, waaronder Dexia, elke verantwoordelijkheid voor het verloop van deze crisis van zich af kunnen schuiven. Zeker niet. Allereerst hebben zij met een zekere naïviteit deelgenomen aan een gevaarlijk spel, er wellicht van uitgaande dat het Europese besluitvormingsproces, dat in verkiezingstijden per definitie centrifugaal is en bovendien op intergouvernementele leest is geschoeid, op het einde van de rit redelijk en billijk zou uitvallen voor de financiële sector. Daarnaast hebben zij ook een onderliggende redenering gevolgd die typisch is voor vraagstukken die gekenmerkt worden door een onbalans tussen informatie en moreel risico: alles wijst erop dat de grote banken erop rekenden dat hun status van systeeminstelling hen zou vrijwaren van een al te ingrijpende "*haircut*" in geval van een staatsschuldcrisis, gewoon omdat de Staten het zich niet zouden kunnen veroorloven de banken te laten vallen in een probleemsituatie die eigenlijk vooral zichzelf hebben veroorzaakt. Het zwaarste argument dat tegen de banken pleit, is echter dat zij niet de gepaste conclusies hebben getrokken uit de economische analyses waarmee zij nochtans graag uitpakken en waarvoor zij naar eigen zeggen een zekere competentie in huis hebben: uit een historisch-economisch oogpunt kan men er niet omheen dat de algemene schuldratio waarnaar de landen uit eurozone aan het evolueren waren, op termijn gewoon onhoudbaar was.

Het werk van Reinhart en Rogoff heeft het uitvoerig aangetoond: bij een schuldgraad hoger dan 60 % in verhouding tot het bbp raakt een Staat structureel in moeilijkheden; bovendien hebben bankschulden, zoals uit de volgende tabel blijkt, van oudsher de neiging te worden gevolgd door een schulden crisis.

De combinatie van die twee bevindingen kon in 2008 sterk doen vermoeden wat wel eens de weerslag zou kunnen zijn van de crisis in het de bank- en financieewezen, te weten een staatsschuldencrisis. Normaal gesproken hadden de soevereine Staten die crisis moeten opvangen; zij hebben er echter voor gekozen een

du fardeau sur le secteur privé, ce qui a pu constituer une relative surprise pour le secteur.

On peut suspecter que ce problème potentiel d'aléa moral ait été également présent chez Dexia. Si tel était le cas, la tendance aurait naturellement été de faire davantage confiance aux promesses du pouvoir politique qu'aux signaux du marché. Le tableau suivant reprend quelques estimations ponctuelles sur la décote ("haircut") attendue sur la dette souveraine grecque.

deel van de last af te wentelen op de privésector, wat voor die sector wellicht vrij verrassend is overgekomen.

Het vermoeden rijst dat van dat potentiële knelpunt van moral hazard ook sprake was bij Dexia. Indien dat het geval was, zou natuurlijk de neiging hebben bestaan meer vertrouwen te stellen in de beloften van de beleidsmakers dan in de marktssignalen. De volgende tabel bevat een aantal op een tijdlijn uitgezette ramingen van de verwachte haircut op de Griekse staatsschuld.

		31/3	28/4	10/5	30/6	8/7	21/7	4/8	30/9	12/10	26/10	2/2/12
Extérieur/Extern	Accord politique/ Politieke overeenkomsten						21 %				50 %	
	Estimations/ ramingen		60 % (S&P)			70 % (Moody's)				>60 % (Juncker)		>70 % (DB)
Dexia	Estimation interne/ Interne raming			30 %				21 % mais incertitude 21 % maar onzeker				
	Décote effective/ daadwerkelijke haircut	0 %			21 %				55,1 %			

Estimations du "haircut" 2011 (proportion d'encours perdue pour les créanciers) sur la dette souveraine de l'État Grec.

La première ligne résume les annonces faites à l'issue des accords politiques européens. Elles représentent l'évolution de la ligne de communication politique, et donc — dans une certaine mesure — celle de l'engagement européen d'absorber les conséquences de la crise par des mesures alternatives à celles de l'appel au secteur privé. La partie grisée correspond à ce qui s'est passé après la crise.

La deuxième ligne reprend quelques estimations relayées par des agences ou avis indépendants (ou en "off"). Elle montre que les agences de notation proposent une vision beaucoup plus conservatrice de la gravité du problème de la dette souveraine Grecque. Il faut bien sûr mettre ces estimations en perspective: de nombreuses annonces de ces agences ont été largement auto-réalisatrices. Cependant, pour une institution financière comme Dexia, ce sont des éléments dont il faut tenir compte.

La troisième ligne reprend des chiffres qui ont été cités par le management de Dexia lors de réunions du conseil d'administration ou des comités associés. Bien

Geraamde haircut 2011 (voor de schuldeisers verloren gegaan aandeel in de reserves) op de Griekse staatsschuld.

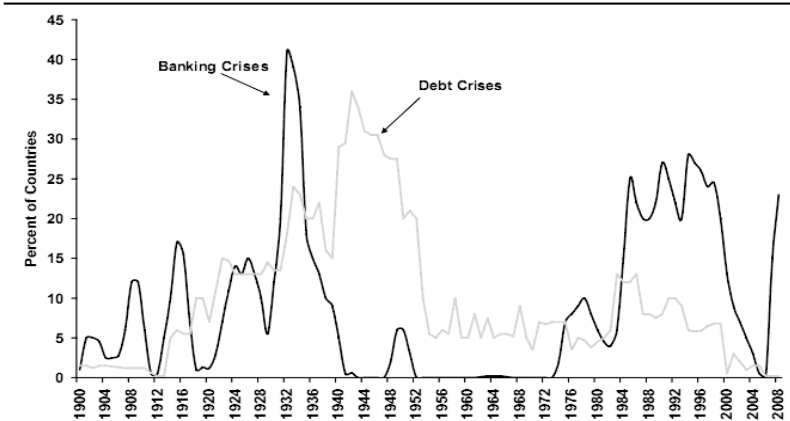
De eerste rij vat de aankondigingen samen die werden gedaan na afloop van de politieke EU-overeenkomsten. Die aankondigingen weerspiegelen de evolutie van de politieke communicatielijn en dus — tot op zekere hoogte — die van het EU-engagement om de gevolgen van de crisis op te vangen met andere maatregelen dan de privésector aan te spreken. Het grijs gekleurde gedeelte geeft weer wat er gebeurde na de crisis.

De tweede rij vermeldt een aantal ramingen door kredietbeoordelaars of onafhankelijke (dan wel "off") adviezen. Ze toont aan dat de ratingbureaus een veel meer terughoudende visie hebben op de ernst van het vraagstuk van de Griekse staatsschuld. Wel moeten die ramingen uiteraard in het juiste perspectief worden geplaatst: veel aankondigingen van die bureaus zijn grotendeels self fulfilling prophecies gebleken. Voor een financiële instelling zoals Dexia zijn dat echter aspecten waarmee rekening moet worden gehouden.

De derde rij bevat cijfers die het management van Dexia heeft aangehaald tijdens vergaderingen van de raad van bestuur of van de geassocieerde comités.

Sovereign Debt Crises Follow Banking Crises

Proportion of countries with banking and debt crises



Source: Banking Crises: An Equal Opportunity Menace by Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, Harvard University and NBER dated December 17, 2008

que mis en perspective lors de leur présentation, ils reflètent la politique de décote “du moment”. La dernière ligne confirme ce point de vue: elle reprend la décote effectivement enregistrée sur le portefeuille. Est-ce afin de rassurer les interlocuteurs du management, ou la traduction d’un espoir plus ou moins réaliste? Toujours est-il que les valeurs repris sont plus en ligne avec la ligne officielle qu’avec les estimations plus pessimistes.

Cela pourrait laisser penser que le groupe a donné un certain crédit au discours politique et n’a donc pas cédé à un sentiment d’urgence exacerbé. C’est vraisemblablement dans le courant du mois d’août, lorsque le manque de crédibilité des annonces européennes de juillet est devenu patent, que l’importance de l’incertitude sur l’évolution de la situation a pris le pas, en matière de prise de décision, sur la volonté de conserver des instruments *a priori* à la fois liquides et rentables.

3. Conclusion

L’histoire a tendance à bégayer. L’un des enseignements de la crise bancaire et financière, où l’on avait constaté que de nombreuses institutions financières avaient accumulé de la dette structurée très bien notée mais donnant un rendement supérieur à des dettes d’entreprises ou souveraines présentant des notations similaires, était que ce surcroît de rendement devait refléter une prime de risque. En termes simples, bien connus du sérail: “*there is no free lunch*”, il n’y a pas de repas gratuit en finance. Tout le monde est tombé d’accord sur ce constat au sortir de la crise. Pourtant, le monde financier s’est rendu compte avec effroi et une certaine surprise, trois ans plus tard, que de la dette d’États très bien notés qui fournissait un rendement

Hoewel die cijfers tijdens de presentatie ervan in perspectief werden geplaatst, weerspiegelen ze het haircutbeleid op dat tijdstip. De laatste rij bevestigt die zienswijze: ze geeft de daadwerkelijk bij de portefeuille opgetekende haircut weer. Is het de bedoeling daarmee de gesprekspartners bij het management gerust te stellen, of vertolkt dat integendeel min of meer realistische verwachtingen? Hoe dan ook sluiten de opgenomen waarden nauwer aan bij de officiële beleidslijn dan bij de meer pessimistische ramingen.

Dat zou de indruk kunnen wekken dat de groep het politieke discours enig krediet heeft verleend en dat hij dus niet heeft toegegeven aan een op de spits gedreven urgentiegevoel. Waarschijnlijk heeft in de loop van augustus, toen duidelijk werd dat het de in juli gedane EU-aankondigingen manifest aan geloofwaardigheid ontbrak, op het vlak van de besluitvorming de onzekerheid omtrent de evolutie van de toestand de bovenhand gehaald op het streven *a priori* instrumenten te behouden die tegelijkertijd liquide en rendabel waren.

3. Conclusie

De geschiedenis heeft de neiging zich te herhalen. Een van de lessen van de crisis in het bank- en financieuzen, waarbij kennelijk veel financiële instellingen gestructureerde schuld hadden opgestapeld met weliswaar een hoge rating maar met een hogere opbrengst dan ondernemings- of staatsschulden met soortgelijke ratings, was dat dat hogere rendement een risicopremie moest weerspiegelen. Om het eenvoudig te zeggen, en dat gezegde is in het bankwezen niet onbekend, “*There’s no free lunch in banking.*”, je krijgt m.a.w. niets voor niets. Toen de crisis voorbij was, was iedereen het met die vaststelling eens. In de financiële wereld werd men er zich drie jaar later echter met afschuw en enige verbazing van bewust dat de schuld van Staten met een

plus élevé que celui d'autres états tout aussi bien notés pouvait, là aussi, correspondre à un risque caché mais nullement absent. "There is still no free lunch" pourrait-on dire.

Avec tout le recul dont on peut faire preuve à ce stade, on peut dire que l'Europe a rendu un mauvais service à Dexia tout au long de l'histoire de son Union Monétaire. Elle a encouragé l'ensemble du monde financier à financer ses déficits en le rassurant sur la bonne fin de leur investissement, et le groupe Dexia n'a certainement pas dérogé à cette tendance en accumulant une dette souveraine très importante durant son existence, jusqu'à l'arrivée du nouveau management suite à la crise de 2008. La crise souveraine s'est accompagnée d'une politique délibérée de minimisation du risque et des conséquences de la part du pouvoir politique. Le principal reproche que l'on peut faire à Dexia est d'avoir trop longtemps cru à ce message. L'esprit critique nécessaire pour anticiper l'aggravation de la crise et comprendre que le surcroît de rendement que les souverains du Sud de l'Europe offraient résultait d'une prime de risque et non d'un pur cadeau des marchés financiers.

À cet égard, Dexia a été handicapé par sa structure de gouvernance héritée de 2008, mais aussi de sa stratégie. Il fallait réduire la taille du bilan, mais sans toucher aux vecteurs de liquidité. De manière raisonnable, le groupe n'a pas spécifiquement forcé sur son exposition à la dette souveraine, mais il s'est laissé relativement longtemps endormir par le discours rassurant des autorités politiques, qui était trompeur. Le principal responsable de l'impact de la crise souveraine sur Dexia est d'abord et avant tout l'Europe, mais Dexia prend une part de responsabilité de ne pas s'être affranchi suffisamment tôt de son influence.

CHAPITRE 2

La structure du bilan du groupe

Toutes les sections suivantes, qui décrivent comment des facteurs internes et externes ont contribué à abouti au démantèlement du groupe en octobre 2011, n'existeraient pas si son bilan ne présentait pas des faiblesses de nature à peser de manière intolérable sur la liquidité du groupe.

Il paraît opportun de distinguer les problèmes structurels du bilan et les problèmes liés à l'évolution conjoncturelle de la crise souveraine pour deux raisons. D'abord,

hoge rating die een hoger rendement opleverde dan die van andere Staten met een even hoge rating, evengoed wel eens een verborgen, maar geenszins denkbeeldig risico zou kunnen weerspiegelen. "Je krijgt niets voor niets" zou men ook in dit verband kunnen zeggen.

Met de afstand die in dit stadium van de toestand kan worden genomen, mag worden gesteld dat zolang de Europese muntunie al bestaat, de EU Dexia een slechte dienst heeft bewezen. Europa heeft heel de financiële wereld ertoe aangezet zijn tekorten te financieren door hem te verzekeren dat zijn belegging goed besteed was, en de Dexia-groep is zeker geen uitzondering op die trend; daarbij heeft Dexia, al van bij zijn ontstaan een bijzonder hoge staatsschuldenportefeuille opgebouwd, totdat naar aanleiding van de crisis van 2008 het nieuwe management is aangetreden. Bij de staatsschuldencrisis voerden de beleidsmakers opzettelijk een politiek om het risico en de gevolgen te minimaliseren. Het belangrijkste verwijt dat aan Dexia te maken valt, is dat het te lang geloof heeft gehecht aan dat discours. Het ontbrak die instelling aan de benodigde kritische geest om op de verslechtering van de crisis te anticiperen en om te begrijpen dat het hogere, door de Zuid-Europese landen geboden rendement resulteerde uit een risicopremie en niet louter een cadeau was van de financiële markten.

In dat verband werd Dexia niet alleen gehinderd door de uit 2008 overgeërfde *governance*-structuur, maar ook door zijn strategie. Het was noodzakelijk de balansomvang te verkleinen, doch zonder te raken aan de liquiditeitsvectoren. Redelijkerwijs heeft de groep niet specifiek zijn blootstelling aan staatsschulden aangepakt, maar heeft hij zich vrij lang in slaap laten wiegen door het misleidende, geruststellende discours van de beleidsmakers. De hoofdverantwoordelijke voor de weerslag van de staatsschuldencrisis op Dexia is weliswaar in eerste instantie en vooral de EU, maar ook Dexia is er ten dele verantwoordelijk voor dat het zich niet tijdig van de Europese invloed heeft losgemaakt.

HOOFDSTUK 2

De balansstructuur van de groep

Alle volgende delen, waarin wordt beschreven hoe interne en externe factoren hebben bijgedragen tot de uiteindelijke ontmanteling van de groep in oktober 2011, zouden niet bestaan mocht de balans geen zwakke punten hebben vertoond die van dien aard zijn dat zij ontoelaatbaar doorwegen op de liquiditeit van de groep.

Het heeft zin een onderscheid te maken tussen de structurele balansproblemen en de problemen in verband met de conjuncturele ontwikkeling van de nationale

seuls les premiers ont pu être diagnostiqués lors de la recapitalisation, du changement de management, et de l'élaboration du plan de transformation dès 2008, tandis que les seconds étaient largement imprévisibles à ce moment. Deuxièmement, l'identification des responsabilités quant aux éventuels manquements dans la résolution de ces problèmes doit être opérée sur des critères différents.

1. Les déséquilibres structurels du bilan

Il est de coutume de distinguer deux visions du bilan de Dexia: sur base de sa structure financière et sur base de sa structure opérationnelle. La première approche consiste à consolider les instruments financiers émis et détenus, et donne une vision de la manière dont Dexia procède à son activité de transformation financière. La seconde procède plutôt d'une vision industrielle, en établissant la structure de contrôle du groupe. Dans le cas présent, les deux visions sont utiles.

1.1 Le bilan financier

Le bilan dont Dexia a hérité en octobre 2008 ne ressemble pas à celui d'un établissement de crédit traditionnel. Naturellement, la dimension qui choque immédiatement est sa taille. Cependant, même en 2008, Dexia n'était certainement pas la plus grosse institution européenne, loin s'en faut; par ailleurs, un bilan de grande taille ne constitue pas en soi une preuve de déséquilibre de sa structure.

À ce sujet néanmoins, chez Dexia comme d'ailleurs chez Fortis en 2008, on peut légitimement s'interroger sur la question de savoir si une institution financière devrait être autorisée à être d'une taille telle par rapport au PIB du pays où elle a son siège qu'elle pourrait mettre son économie en péril en cas de détresse financière. Le graphique suivant reprend le rapport entre la taille du bilan et le PIB du pays de leur siège social.

schulden crisis, en wel om twee redenen. In de eerste plaats konden alleen eerstgenoemde problemen worden gediagnosticeerd op het ogenblik van de herkapitalisatie, de managementwissel en de opstelling van het hervormingsplan van 2008, terwijl laatstgenoemde op dat moment grotendeels onvoorspelbaar waren. In de tweede plaats moet de aanwijzing van de verantwoordelijkheden in verband met de eventuele tekortkomingen bij het oplossen van die problemen worden uitgevoerd aan de hand van verschillende criteria.

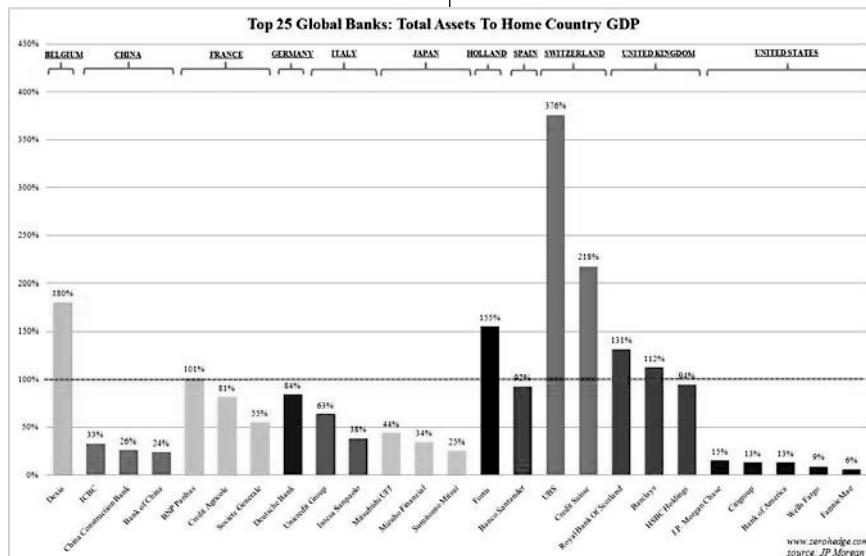
1. De structurele onevenwichtigheden van de balans

Het is gebruikelijk twee visies op de balans van Dexia te onderscheiden: één op basis van de financiële structuur en één op basis van de operationele structuur. De eerste benadering bestaat in de consolidatie van de uitgegeven en aangehouden financiële instrumenten, en geeft een beeld van de wijze waarop Dexia haar activiteiten inzake de financiële hervorming uitvoert. De tweede gaat veeleer uit van een industriële visie, door de controlestructuur van de groep op te stellen. In dit geval hebben beide visies hun nut.

1.1 De financiële balans

De balans die Dexia in oktober 2008 heeft geërfd, lijkt niet op die van een traditionele kredietinstelling. Uiteraard is het onmiddellijk in het oog springende aspect de omvang ervan. Maar zelfs in 2008 was Dexia zeker niet de grootste Europese instelling, verre vandaar; voorts is een forse balans op zich geen bewijs van een gebrek aan evenwichtige structuur.

In dat opzicht kan men zich bij Dexia niettemin terecht afvragen — net als trouwens bij Fortis in 2008 — of men een financiële instelling ten aanzien van het bbp van het land waar zij haar maatschappelijke zetel heeft, van een dergelijke omvang mocht laten worden dat zij de economie ervan bij financiële tegenspoed in gevaar kon brengen. De volgende grafiek toont de verhouding tussen balanstotaal en bbp van het land van de maatschappelijke zetel.



Rapport entre la taille des 25 plus grandes banques et le PIB du pays de leur siège — Source: JP Morgan

Verhouding tussen de omvang van de 25 grootste banken en het bbp van het land van hun maatschappelijke zetel — Bron: JP Morgan

Au-delà de la taille du bilan elle-même, la manière dont le bilan s’est développé pose deux problèmes en ce qui concerne la structure de ses actifs et de ses passifs. Ces problèmes sont bien connus et étaient déjà diagnostiqués en 2008 comme étant générateurs d’un risque de liquidité significatif pour Dexia: l’exagération de la transformation d’échéances (*duration gap*) et l’importance de prêts ou d’obligations structurés ne permettant pas d’accéder à un marché de grande profondeur.

Afgezien van de omvang van de balans zelf doet de wijze waarop zij zich heeft ontwikkeld, twee problemen met betrekking tot de structuur van de activa en passiva rijzen. Die problemen zijn welbekend en waren in 2008 al gediagnosticeerd als mogelijke bronnen van een aanzienlijk liquiditeitsrisico voor Dexia: de overdreven omzetting van looptijden (*duration gap*) en het belang van gestructureerde leningen of obligaties die geen toegang tot een diepgaande markt mogelijk maken.

1.1.1 Le déséquilibre des durations

1.1.1 De onevenwichtigheid met betrekking tot de duur

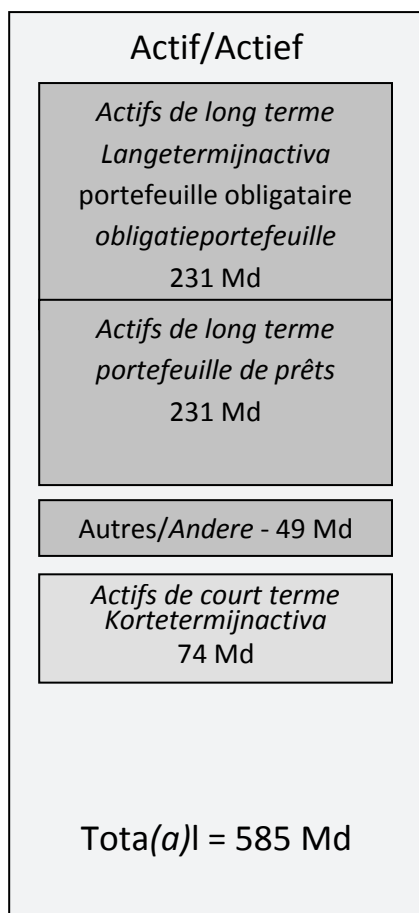
De manière schématique, chaque élément de passif constitue une ressource de fonds et chaque poste d’actif représente un usage. Etant donné qu’une institution financière remplit deux fonctions financières majeures, la transformation des risques et la transformation d’échéances, on peut raisonnablement s’attendre à ce que Dexia se finance à plus court terme qu’elle ne prête. Or, en règle générale, plus un instrument financier a une échéance lointaine, plus il est soumis à un risque d’intérêt important. En première approximation, l’indicateur de l’exposition aux variations des taux d’intérêt pour cet instrument financier est sa durée: plus elle est élevée, plus le risque est important. Dans le cas

Schematisch vormt elk passiefelement een bron van middelen en staat elk actiefelement voor een gebruik. Aangezien een financiële instelling twee financiële hoofdfuncties vervult, de omzetting van de risico’s en de omzetting van looptijden, mag men redelijkerwijze verwachten dat Dexia zich op kortere termijn financiert dan dat zij uitleent. Maar algemeen geldt dat hoe langer een financieel instrument loopt, hoe meer het aan een risico van significant belang onderworpen is. In een eerste benadering is de indicator voor de blootstelling aan rentewisselingen voor dat financieel instrument de duur ervan: hoe groter die is, des te aanzienlijker is het risico. In het geval van Dexia blijkt uit de balans eind

de Dexia, le bilan à la fin 2008 présentait une duration moyenne des actifs de 9 ans et une duration moyenne des passifs de 4 ans.

A priori, une différence de duration de 5 ans ne paraît pas réhibitoire. Il s'agit pourtant d'un rapport supérieur du simple au double. Sachant qu'une partie non-négligeable du bilan (actif et passif) est lié à la gestion de trésorerie ou aux relations interbancaires, la partie de long terme du bilan montre un "duration gap" potentiellement nettement plus important. Du reste, le plan stratégique 2006 était précisément construit sur l'exploitation de la marge d'intérêt qui pouvait être obtenue sur base de ce *mismatch*.

En indaguant dans la coupe schématique du bilan, le déficit de capitaux permanents se monte en réalité, au moment de la recapitalisation, à environ 200 milliards d'euros, soit plus d'un tiers du total.

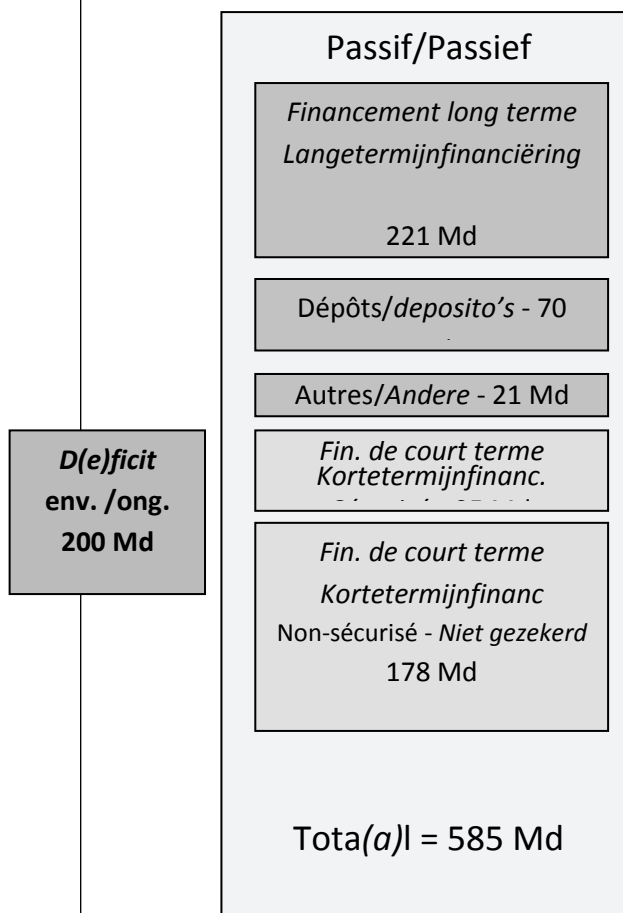


Situation schématique du bilan de Dexia en septembre 2008 – Source: BNB, présentation de L. Coene à la Chambre, 26 octobre 2011

2008 een gemiddelde duur van de activa van negen jaar en een gemiddelde duur van de passiva van vier jaar.

A priori is een verschil in looptijd van vijf jaar niet onoverkomelijk. Het gaat echter om een verhouding die groter is dan louter het dubbele. Als men weet dat een niet te verwaarlozen deel van de balans (activa en passiva) afhankelijk is van het beheer van de geldelijke middelen en de interbancaire relaties, dan vertoont het lange termijngedeelte ervan een "duration gap" die potentieel veel groter is. Voorts was het strategisch plan 2006 precies gebouwd op de exploitatie van de rentemarge die op basis van die *mismatch* kon worden verkregen.

Uit het nader onderzoek van de schematische balans blijkt het tekort aan reëel permanent kapitaal, dat wil zeggen: op het ogenblik van de herkapitalisatie ongeveer 200 miljard euro, of meer dan een derde van het totaal.



Schematische balanssituatie van Dexia in september 2008 – Bron: NBB, presentatie door L. Coene in de Kamer, 26 oktober 2011

Le premier problème lié à une telle structure est l'importance de la couverture nécessaire du risque d'intérêt à travers les contrats de *swap*, étudiés dans une section ultérieure.

Le second problème est lié à la taille de marché des actifs de long terme et des passifs de court terme. Le déficit, également appelé "*funding gap*", peut être théoriquement traité de trois façons: (1) en renouvelant de manière systématique le financement de court terme — ce qui faisait partie de la stratégie initiale de Dexia — et donc en conservant, volontairement ou non, ce *gap*; (2) en remplaçant graduellement les passifs de court terme par des financements de long terme, ou (3) en réduisant les besoins, c'est-à-dire en diminuant la taille des actifs de long terme à financer. Lorsque les marchés financiers sont stressés, la solution (1) n'est plus aisément accessible; c'est précisément le danger qui guettait le groupe et qu'il entendait réduire au maximum. Restent à mettre en œuvre les solutions (2) et/ou (3). Il s'agissait, vu l'ampleur du problème et l'importance de la menace, d'une priorité absolue dans le cadre de la préservation de l'intégrité du groupe.

1.1.2 L'illiquidité des actifs

Le développement du groupe, principalement à travers DCL et ses filiales opérationnelles dont principalement FSA avant 2009, était axé sur le financement des collectivités. La production de crédits, sous forme de prêts ou d'obligations, devait permettre d'obtenir une rentabilité suffisante une fois l'engagement "*swappé*" pour éliminer le risque d'intérêt. Étant donné que ces entités ne présentaient pas des risques de défaut majeur, ce n'était pas non plus sur base d'une pure prime de risque de crédit — le fameux "*credit spread*" — que Dexia pouvait obtenir le niveau de rentabilité escomptée. Il fallait donc offrir un "plus" à l'emprunteur afin de le convaincre d'entrer dans la relation à des conditions intéressantes pour Dexia. Ce constat posé, quatre méthodes ont été systématiquement mises en œuvre:

- pour les prêts: l'expansion géographique pour aller chercher de nouveaux marchés, l'allongement des échéances, et la mise en place de structurations particulières;

- pour les placements obligataires: l'acquisition de portefeuilles de produits structurés, principalement à travers la filiale FSA.

Le résultat de cette stratégie a été la constitution d'un portefeuille appelé le *Credit Spread Portfolio*. En ce qui concerne le premier pilier de la stratégie (les prêts), le

Het eerste probleem in verband met een dergelijke structuur is het belang van de noodzakelijke dekking van het renterisico via de *swap*-overeenkomsten (besproken in een later deel).

Het tweede probleem houdt verband met de marktomvang van de langlopende activa en de kortlopende passiva. Het deficit, ook wel "*funding gap*" genoemd, kan theoretisch op drie manieren worden behandeld: (1) door stelselmatig de kortetermijnfinanciering te hernieuwen — wat oorspronkelijk deel uitmaakte van de strategie van Dexia — en dus door al dan niet vrijwillig die *gap* te behouden; (2) door stapsgewijs de kortlopende passiva te vervangen door langetermijnfinanciering; of (3) door de behoeften te verminderen, dat wil zeggen door de omvang van de te financieren langetermijnactiva te verminderen. Als de financiële markten onder druk staan, is oplossing (1) niet makkelijk meer te realiseren; dat was precies het gevaar dat voor de groep dreigde en dat die maximaal wou beperken. Blijft dan over de uitvoering van de oplossingen (2) en/of (3). Gelet op de omvang van het probleem en van de dreiging ging het om een absolute prioriteit in het kader van het behoud van de integriteit van de groep.

1.2.2 De illiquiditeit van de activa

De ontwikkeling van de groep, voornamelijk via DCL en zijn operationele filialen, waaronder vooral FSA vóór 2009, was toegespitst op de financiering van de overheden. De productie van kredieten, in de vorm van leningen of obligaties, moest de mogelijkheid bieden een voldoende rendabiliteit te verkrijgen als het engagement eenmaal "*geswapt*" was om het renterisico weg te werken. Aangezien die entiteiten geen risico's van grove gebreken vertoonden, kon Dexia evenmin op grond van een zuivere kredietrisicopremie — de beruchte "*credit spread*" — het verwachte rendabiliteitsniveau verkrijgen. Men moest aan de kredietnemer dus een "plus" aanbieden om hem ervan te overtuigen in de relatie te stappen tegen voorwaarden die interessant waren voor Dexia. Nadat die vaststelling was gedaan, werden systematisch vier methodes gebruikt:

- voor de leningen: een uitbreiding van zijn geografisch bereik naar nieuwe markten, de verlenging van de looptijden en de totstandkoming van bijzondere structureringen;

- voor de beleggingen in obligaties: de verwerving van portefeuilles van gestructureerde producten, voornamelijk via de dochteronderneming FSA.

De samenstelling van een portefeuille met de naam *Credit Spread Portfolio* is het resultaat geweest van die strategie. Wat de eerste pijler van de strategie (de

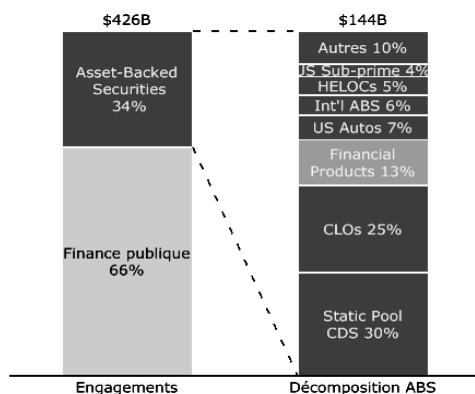
groupe avait fin 2007 un encours d'environ 1/3^e de ses crédits aux collectivités locales en-dehors de l'Europe.

L'effort de structuration des crédits et d'allongement des échéances s'est principalement porté sur le marché français, dont les collectivités locales se sont montrés visiblement très réceptives à ce type d'offre. Alors qu'en 2000, il n'y avait au niveau global qu'une cinquantaine de crédits structurés, l'année 2008 vit DCL offrir 223 prêts de ce type aux collectivités françaises. En ce qui concerne les échéances, le marché français se démarque là aussi très nettement, comme le montre la structure de maturité des positions nettes couvertes par dérivés de taux (et donc des expositions) des bilans de DBB et DCL à la mi-2010:

Échéance	DBB	DCL
< 2030	74 %	43 %
2030 – 2050	24 %	48 %
2050 – 2070	2 %	7 %
Taille totale nette (Mio)	8 666	16 992

Structure des échéances des positions couvertes –
Source: Dexia SA

En ce qui concerne le développement du portefeuille obligataire, la course à la rentabilité a amené Dexia à utiliser sa sous-filiale FSA afin de constituer un portefeuille à haut rendement, constitué d'ABS (*asset-backed securities*) pour environ un tiers de son bilan comme le montre le schéma suivant.



Décomposition du bilan de FSA en 2008 – Source: Dexia SA, présentation de P. Mariani à la Chambre, 7 novembre 2011.

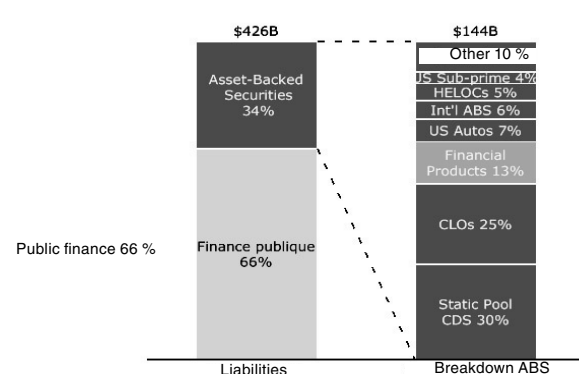
leningen) betreft, had de groep eind 2007 een uitstaand bedrag van ongeveer 1/3^e van zijn kredieten aan de lokale gemeenschappen buiten Europa.

De inspanning om de kredieten te structureren en om de looptijden te verlengen, had voornamelijk betrekking op de Franse markt, waar de lokale overheden kennelijk bijzonder ontvankelijk zijn geweest voor dat soort van aanbiedingen. In 2000 waren er maar een vijftigtal gestructureerde kredieten. In 2008 heeft DCL 223 leningen van dat type aangeboden aan de Franse lokale openbare besturen. Ook wat de looptijden betreft, onderscheidt de Franse markt zich duidelijk, zoals blijkt uit de maturiteitsstructuur van de door rentederivaten gedekte nettoposities (en dus uit de blootstellingen) van de balansen van DBB en DCL half 2010:

Looptijd	DBB	DCL
< 2030	74 %	43 %
2030 – 2050	24 %	48 %
2050 – 2070	2 %	7 %
Netto totale omvang (milj)	8 666	16 992

Structuur van de looptijden van de gedekte posities –
Bron: Dexia NV

Wat de ontwikkeling van de obligatieportefeuille betreft, heeft het rendabiliteitsbejag Dexia ertoe aangezet zijn kleindochteronderneming FSA te gebruiken om een hoog renderende portefeuille samen te stellen, die, zoals uit de onderstaande balans blijkt voor ongeveer 1/3^e uit ABS (*asset-backed securities*) bestond.



Ontleding van de balans van FSA in 2008 – Bron: Dexia NV, door P. Mariani voorgesteld aan de Kamer op 7 november 2011.

Si tout n'est pas vicié dans le portefeuille ainsi constitué, on trouve là aussi une certaine proportion d'actifs difficiles à vendre, les "Financial Products". Ceux-ci ont une place spécifique dans le processus du *deleveraging* étudié par ailleurs.

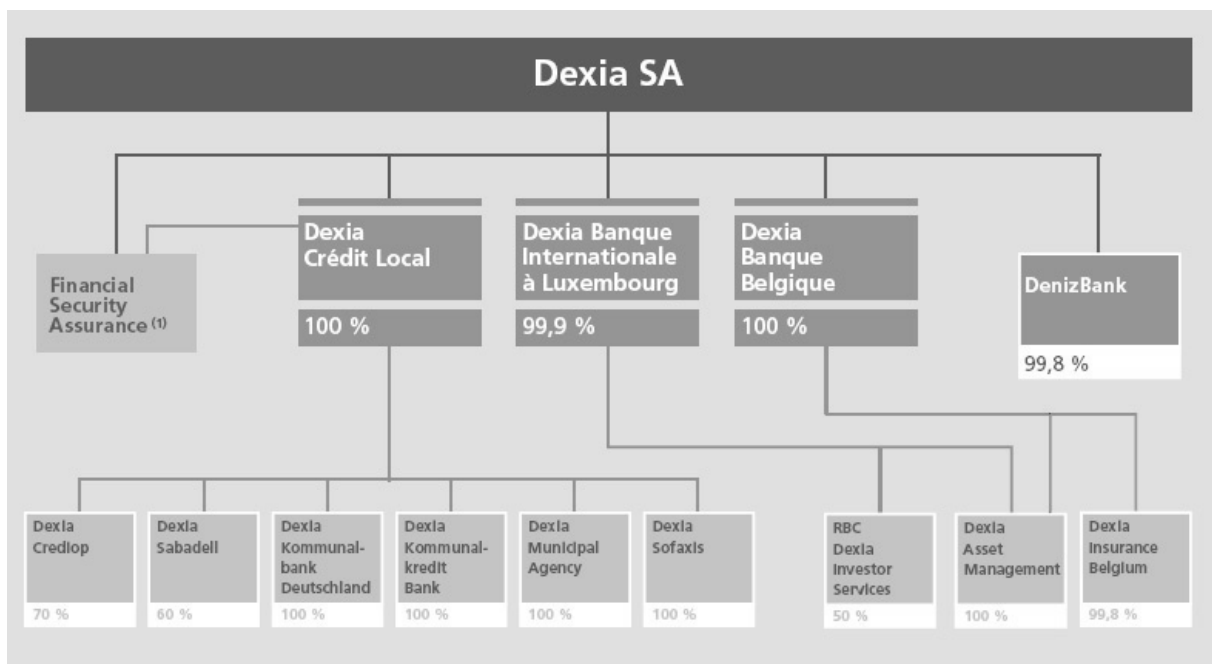
1.2 Le bilan opérationnel

Comme le soulignait le rapport de la commission spéciale chargée de l'examen de la crise financière et bancaire de 2009, la structure du groupe à la fin 2007 résultait de l'héritage des diverses opérations de fusion et acquisition au fil des années.

Niet alles in de aldus samengestelde portefeuille mag dan slecht zijn, toch vindt men er ook een bepaalde proportie aan moeilijk te verkopen activa, de "Financial Products". Die bekleden een specifieke plaats in het elders onderzochte proces van *deleveraging*.

1.2 De operationele balans

Zoals wordt aangegeven in het rapport van de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis van 2009, was de structuur van de groep eind 2007 het resultaat van diverse fusies en verwervingen in de loop der jaren.



Structure simplifiée du groupe Dexia SA — fin 2008

Sous la coupole (totale ou partielle) de DCL, on retrouve entre autres non seulement FSA, mais également les filiales Dexia Municipal Agency (DMA), Crediop en Italie (acquise en 1997), et Dexia Sabadell en Espagne (joint venture avec Banco Sabadell, créée en 1998). Le plan de *deleveraging* opérationnel de Dexia, approuvé dans sa version finale en février 2010, suppose entre autres la cession de Crediop (en 2012) et Sabadell (en 2013).

Dès l'entrée en fonction de la nouvelle équipe de gestion en 2008, Dexia se met à la tâche et procède à la vente de plusieurs entités, dont FSA constitue le morceau le plus important. Etant donné que l'option

Vereenvoudigde structuur van de groep Dexia NV — eind 2008

Onder de (volledige of gedeeltelijke) koepel van DCL vindt men onder meer niet alleen FSA, maar ook de dochterondernemingen Dexia Municipal Agency (DMA), Crediop in Italië (gekocht in 1997) en Dexia Sabadell in Spanje (joint venture met Banco Sabadell, gecreëerd in 1998). Het operationeel *deleveraging* plan van Dexia, waarvan de definitieve versie in februari 2010 werd goedgekeurd, onderstelt de cessie van Crediop (in 2012) en van Sabadell (in 2013).

Dexia is onmiddellijk na het aantreden van het nieuwe managementteam in 2008 aan de slag gegaan en heeft verschillende entiteiten, waarvan FSA de grootste is, doorverkocht. De inspanningen zijn toegespitst op de

prise lors de la recapitalisation consiste à conserver intacte la structure tricéphale des principales entités DBB, DBL et DCL, c'est au niveau des sous-filiales que se concentrent les efforts. Le deuxième pilier du plan de transformation du groupe implique en effet de "Recentrer les activités de banque de détail dans les pays "cœur"". Naturellement, on procède dans ce cadre là par cercles concentriques, et on retire du périmètre du groupe les entités dont l'imbrication avec le noyau est le plus faible, et dont les risques sont perçus comme les plus importants.

Conformément au calendrier posé *in tempore non suspecto* par rapport au risque souverain, le constat que l'on peut poser sur base des délibérations du conseil d'administration du groupe est que le dossier Crediop devient prioritaire à partir de la mi-2010. Cette situation paraît normale, eu égard au fait que les inquiétudes sur le risque souverain n'apparaît qu'au début de cette année. Le dossier arrive donc naturellement et légitimement à l'avant-plan. Son évolution est cependant chaotique et les avancées sur les tentatives de revente sont peu convaincantes (voir chapitre sur les options stratégiques).

En fin de compte, lorsque la crise souveraine que l'on pensait jusque là contenue à la Grèce se propage à l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie, les filiales Crediop et Sabadell sont toujours au bilan de DCL. Au-delà du déséquilibre des actifs et des passifs, se greffe un déséquilibre des expositions aux pays les plus affectés par la crise au niveau des principales entités opérationnelles, puisque c'est à DCL qu'échoit le redoutable privilège de supporter le risque souverain.

2. Évolution de l'exposition aux pays souverains à risque

Les expositions fin de trimestre sont reprises dans les tableaux et graphiques ci-dessous¹.

2.1 Évolution par entité

Entité	30/06/2008	31/12/2008	30/06/2009	31/12/2009	31/03/2010	30/06/2010	30/09/2010	31/12/2010	31/03/2011	30/06/2011	30/09/2011
DBB	11.697	12.365	11.723	11.935	12.124	10.624	10.016	9.356	9.544	8.932	7.925
DCL	24.694	25.161	24.435	24.505	24.321	24.335	23.694	21.843	21.438	21.119	19.377
Autres	1.494	1.468	1.391	1.362	1.323	1.203	801	776	813	746	475
Total	37.885	38.994	37.549	37.802	37.768	36.162	34.511	31.975	31.795	30.797	27.777

Évolution temporelle des expositions au risque souverain par entité — Source: Dexia SA

¹ Les données au 31/03/2008, 30/09/2008, 31/03/2009 et 30/09/2009 ne sont pas disponibles.

kleindochterondernemingen omdat bij de herkapitalisatie de keuze werd gemaakt de driekoppige structuur van de belangrijkste entiteiten DB, DBL en DCL ongewijzigd te behouden. De tweede pijler van het hervormingsplan van de groep impliceert immers dat de bankdiensten ten behoeve van particulieren en kleine partijen in de kernlanden worden geconcentreerd. Uiteraard gaat men in dat kader met concentrische cirkels te werk en worden de entiteiten die het minst met de kern verbonden zijn en waarvan de risico's als de grootste worden beschouwd uit de perimeter van de groep verwijderd.

Conform de ten aanzien van het soeverein risico *in tempore non suspecto* bepaalde tijdspad kan men op grond van de beraadslagingen van de raad van bestuur van de groep vaststellen dat het dossier-Crediop vanaf half 2010 prioritair wordt. Die situatie lijkt normaal omdat de bezorgdheid over het soeverein risico pas aan het begin van dat jaar opduikt. Het is dus normaal en terecht dat het dossier op de voorgrond treedt. De evolutie ervan verloopt echter chaotisch en de voortgang inzake de pogingen tot wederverkoop is weinig overtuigend (zie het hoofdstuk over de strategische opties).

Wanneer de staatsschuldcrisis, waarvan men dacht dat die alleen Griekenland in haar greep had, zich uiteindelijk uitbreidt tot Ierland, Portugal, Spanje en Italië, zijn de dochtermaatschappijen Crediop en Sabadell nog altijd onderdeel van de balans van DCL. Bovenop de wanverhouding tussen activa en passiva, ontstaat bij de voornaamste operationele entiteiten een ongelijke blootstelling aan de landen die door de crisis het zwaarst getroffen zijn, aangezien het DCL is dat het twijfelachtige voorrecht heeft de staatsschuldcrisis te torsen.

2. Evolutie van de blootstelling aan soevereine risicolanden

De blootstelling op het einde van elk kwartaal wordt weergegeven in onderstaande tabellen en grafieken¹.

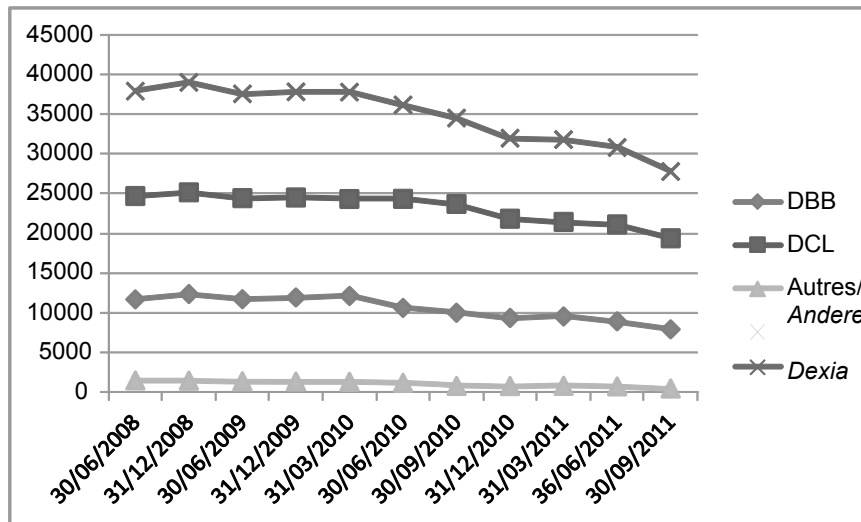
2.1 Evolutie per entiteit

Evolutie in de tijd van de blootstelling aan het soeverein risico per entiteit — Bron: Dexia NV

¹ De gegevens voor 31 maart 2008, 30 september 2008, 31 maart 2009 en 30 september 2009 zijn niet beschikbaar.

L'exposition globale du groupe aux dettes des pays "PIIGS" (acronyme peu aimable, mais d'utilisation confortable et largement répandu pour Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne ("Spain")) a diminué de 10 108 millions d'euros entre le 30 juin 2008 et le 30 septembre 2011. Cette diminution est ventilée comme suit: - 3 772 millions d'euros pour DBB, - 5 317 millions d'euros pour DCL et - 1 019 millions d'euros pour les autres entités du groupe.

De totale blootstelling van de groep aan de schulden van de zogenoemde PIIGS-landen (een weinig flatterend, maar handig en veel gebruikt acroniem voor Portugal, Italië, Ierland, Griekenland en Spanje) is tussen 30 juni 2008 en 30 september 2011 gedaald met 10 108 miljoen euro. Uitgesplitst ziet die daling er als volgt uit: -3 772 miljoen euro voor DBB, -5 317 miljoen euro voor DCL en -1 019 miljoen euro voor de andere entiteiten van de groep.



Graphique de l'évolution des expositions au risque souverain par entité — Source: Dexia SA

L'entité la plus exposée aux risques souverains PIIGS est DCL. Elle représentait 65 % de l'exposition au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2009 pour atteindre 70 % de l'exposition aux dettes souveraines au 30 septembre 2011.

2.2 Évolution détaillée par pays souverain

L'exposition du groupe sur la Grèce a baissé de 3 315 millions d'euros de juin 2008 à fin septembre 2011 pour passer de 5 707 millions d'euros à 2 392 millions d'euros au 30 septembre 2011 (elle a crû au cours du 2^e semestre 2008 pour diminuer ensuite constamment). L'exposition du groupe sur la Grèce représentait 15 % de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008, au 31 décembre 2009 et 31 décembre 2010 pour atteindre 9 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

Evolutie van de blootstelling aan het soeverein risico per entiteit — Bron: Dexia NV

De entiteit die het meest is blootgesteld aan de soevereine risico's van de PIIGS-landen is DCL. Haar deel in de blootstelling aan de staatschulden bedroeg op 30 juni 2008 en op 31 december 2009 65 % en op 30 september 2011 zelfs 70 %.

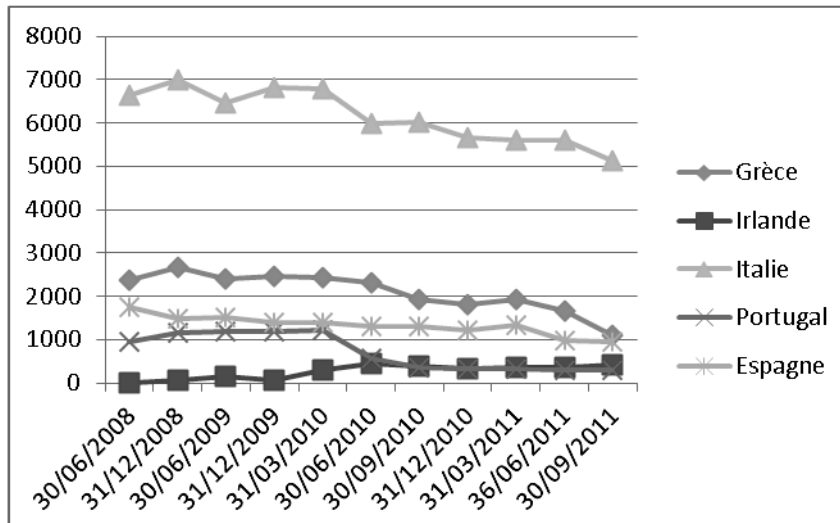
2.2 Evolutie per soeverein land nader bekeken

De blootstelling van de groep aan Griekenland is tussen juni 2008 en 30 september 2011 met 3 315 miljoen euro afgenomen: van 5 707 miljoen euro naar 2 392 miljoen euro (verhoging van de blootstelling in de tweede helft van 2008 en daarna constante vermindering). De vorderingen van de groep op Griekenland bedroegen op 30 juni 2008, op 31 december 2009 en op 31 december 2010 15 % en op 30 september 2011 9 % van de totale vorderingen op alle PIIGS-landen samen.

Souverain	30/06/2008	31/12/2008	30/06/2009	31/12/2009	31/03/2010	30/06/2010	30/09/2010	31/12/2010	31/03/2011	36/06/2011	30/09/2011	Soverein
Grèce	5.707	6.371	5.780	5.859	5.400	5.717	4.824	4.643	4.748	4.171	2.392	Griekenland
Irlande	135	316	535	479	685	797	446	339	383	374	430	Ierland
Italie	26.667	26.606	25.634	25.847	25.983	24.563	24.476	22.751	22.356	22.283	20.949	Italië
Portugal	2.946	3.391	3.314	3.408	3.466	2.890	2.596	2.416	2.359	2.398	2.483	Portugal
Espagne	2.430	2.310	2.286	2.209	2.233	2.195	2.170	1.825	1.949	1.571	1.523	Spanje
Total	37.885	38.994	37.549	37.802	37.768	36.162	34.511	31.975	31.795	30.797	27.777	Totaal

Évolution temporelle des expositions au risque souverain par pays — Source: Dexia SA

Evolutie in de tijd van de blootstelling aan het soeverein risico per land — Bron: Dexia NV



Graphique de l'évolution des expositions au risque souverain par pays — Source: Dexia SA

Evolutie van de blootstelling aan het soeverein risico per land — Bron: Dexia NV

L'exposition à l'Irlande a crû de 295 millions d'euros entre le 30 juin 2008 et le 30 septembre 2011 (elle a augmenté jusqu'au 30 juin 2010 pour diminuer ensuite constamment jusque juin 2011 et remonter au cours du 3^e trimestre 2011). Elle reste toutefois une part marginale de l'exposition PIIGS (2 % au 30 septembre 2011).

De blootstelling aan Ierland is gestegen met 295 miljoen euro tussen 30 juni 2008 en 30 september 2011 (verhoging tot 30 juni 2010, daarna constante vermindering tot juni 2011 en opnieuw verhoging tijdens het derde kwartaal van 2011). Ten opzichte van de totale blootstelling aan de PIIGS-landen blijft dit evenwel een gering aandeel (2 % op 30 september 2011).

L'encours le plus important reste l'Italie (26 667 millions d'euros au 30 juin 2008 pour atteindre 20 949 millions d'euros au 30 septembre 2011). L'exposition du groupe sur l'Italie représentait 70 % de l'ensemble des pays PIIGS au 31 décembre 2008, 68 % au 31 décembre 2009, 71 % au 31 décembre 2010 et 75 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011. Les raisons en sont expliquées par la suite.

Het grootste uitstaand bedrag betreft nog steeds Italië (26 667 miljoen euro op 30 juni 2008 resp. 20 949 miljoen euro op 30 september 2011). De blootstelling van de groep aan Italië bedroeg op 31 december 2008 70 %, op 31 december 2009 68 %, op 31 december 2010 71 % en op 30 september 2011 75 % van de totale blootstelling aan de PIIGS-landen. De redenen daarvoor worden later uiteengezet.

2.3 Évolution au niveau des entités, par pays souverain

2.3.1 Dexia Banque Belgique

L'exposition de DBB aux dettes des pays PIIGS a diminué de 3 772 millions d'euros entre le 30 juin 2008 et le 30 septembre 2011.

2.3 Evolutie op het niveau van de entiteiten per soeverein land

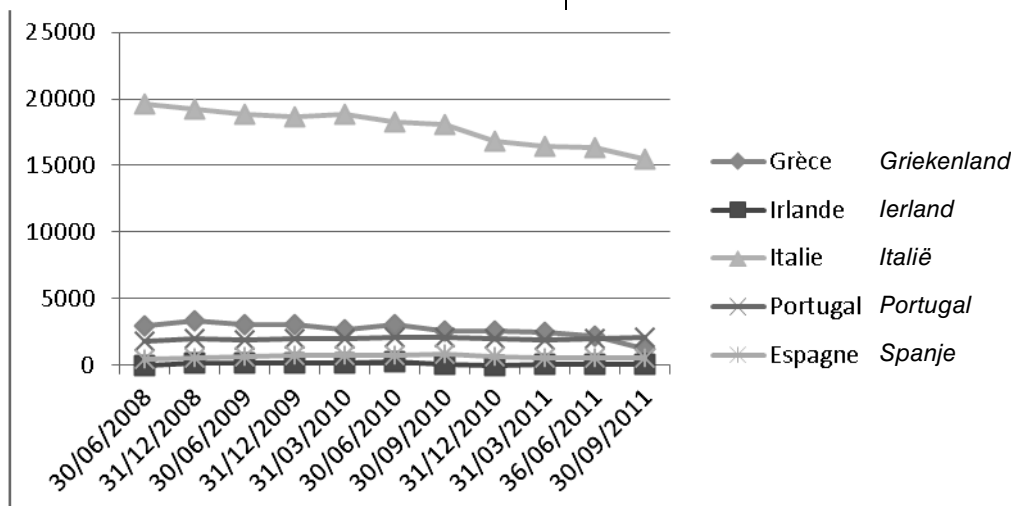
2.3.1 Dexia Bank België

De blootstelling van DBB aan de schulden van de PIIGS-landen is tussen 30 juni 2008 en 30 september 2011 met 3 772 miljoen euro afgenomen.

Souverain	30/06/2008	31/12/2008	30/06/2009	31/12/2009	31/03/2010	30/06/2010	30/09/2010	31/12/2010	31/03/2011	30/06/2011	30/09/2011	Soeverein
Grèce	2.362	2.667	2.403	2.465	2.419	2.324	1.934	1.810	1.928	1.665	1.099	Griekenland
Irlande	3	58	144	70	296	447	400	326	369	359	415	Ierland
Italie	6.643	6.993	6.457	6.825	6.797	5.982	6.026	5.659	5.602	5.614	5.143	Italië
Portugal	938	1.150	1.192	1.189	1.205	561	349	336	318	305	306	Portugal
Espagne	1.752	1.497	1.527	1.385	1.407	1.311	1.307	1.225	1.327	988	961	Spanje
Total	11.697	12.365	11.723	11.935	12.124	10.624	10.016	9.356	9.544	8.932	7.925	Totaal

Évolution temporelle des expositions au risque souverain pour DBB – Source: Dexia SA

Evolutie in de tijd van de blootstelling aan het soeverein risico voor DBB – Bron: Dexia NV



Graphique de l'évolution des expositions au risque souverain pour DBB – Source: Dexia SA

Evolutie van de blootstelling aan het soeverein risico voor DBB – Bron: Dexia NV

À part sur l'Irlande (+412 millions d'euros), l'encours sur les pays PIIGS a diminué pour l'ensemble des pays au cours de la même période.

Afgezien van de vorderingen op Ierland (+412 miljoen euro) verminderden de vorderingen op de PIIGS-landen in diezelfde periode voor alle landen.

L'exposition du groupe sur la Grèce a baissé de 1 263 millions d'euros de juin 2008 à fin septembre 2011 pour passer de 2 362 millions d'euros à 1 099 millions d'euros au 30 septembre 2011. L'exposition du groupe sur la Grèce représentait 20 % de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008, 21 % au 31 décembre 2009 et 19 % au 31 décembre 2010 pour atteindre 14 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

De blootstelling van de groep aan Griekenland bedroeg in juni 2008 2 362 miljoen euro en op 30 september 2011 nog maar 1 099 miljoen euro, wat een daling met 1 263 miljoen euro betekent. De vorderingen van de groep aan Griekenland vertegenwoordigden op 30 juni 2008 20 %, op 31 december 2009 21 %, op 31 december 2010 19 % en op 30 september 2011 ten slotte 14 % van de totale vorderingen op de PIIGS-landen.

L'Italie représente l'exposition la plus élevée: 6 643 millions d'euros au 30 juin 2008 pour atteindre 5 143 millions d'euros au 30 septembre 2011). L'exposition du groupe sur l'Italie représentait 57 %

De blootstelling aan Italië is het grootst: 6 643 miljoen euro op 30 juni 2008 en 5 143 miljoen euro op 30 september 2011). De blootstelling van de groep aan Italië was op 30 juni 2008 en op 31 december 2009 goed voor

de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2009, 60 % au 31 décembre 2010 et 65 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

2.3.2 Dexia Crédit Local

L'exposition de DCL aux dettes des pays PIIGS a diminué de 5 317 millions d'euros entre le 30 juin 2008 et le 30 septembre 2011. Après une augmentation au cours du second semestre 2008, l'exposition globale aux pays PIIGS a diminué régulièrement.

57 %, op 31 december 2010 voor 60 % en op 30 september 2011 voor 65 % van de totale blootstelling aan de PIIGS-landen.

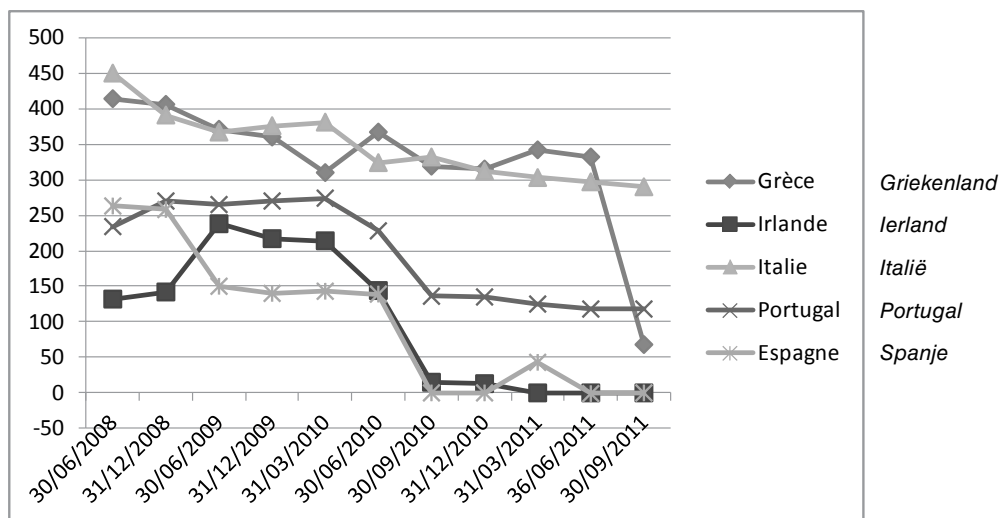
2.3.2 Dexia Crédit Local

De blootstelling van DCL aan de schulden van de PIIGS-landen zakte tussen 30 juni 2008 en 30 september 2011 met 5 317 miljoen euro. Na een stijging tijdens de tweede helft van 2008 nam de totale blootstelling aan de PIIGS-landen gestaag af.

Souverain	30/06/2008	31/12/2008	30/06/2009	31/12/2009	31/03/2010	30/06/2010	30/09/2010	31/12/2010	31/03/2011	36/06/2011	30/09/2011	Soeverein
Grèce	2.931	3.298	3.006	3.034	2.671	3.026	2.571	2.518	2.478	2.174	1.225	Soeverein
Irlande	0	116	153	192	175	206	31	0	14	15	15	Griekenland
Italie	19.574	19.222	18.810	18.646	18.805	18.257	18.118	16.780	16.451	16.372	15.516	Italië
Portugal	1.774	1.971	1.857	1.949	1.987	2.101	2.111	1.945	1.916	1.975	2.059	Portugal
Espagne	415	555	609	684	683	745	863	600	579	584	562	Spanje
Total	24.694	25.161	24.435	24.505	24.321	24.335	23.694	21.843	21.438	21.119	19.377	Totaal

Évolution temporelle des expositions au risque souverain pour DCL — Source: Dexia SA

Evolutie in de tijd van de blootstelling aan het soeverein risico voor DCL — Bron: Dexia NV



Graphique de l'évolution des expositions au risque souverain pour DCL — Source: Dexia SA

Evolutie van de blootstelling aan het soeverein risico voor DCL — Bron: Dexia NV

L'exposition a augmenté sur l'Irlande, le Portugal et l'Espagne au cours de la même période (respectivement + 15 millions d'euros, + 285 millions d'euros et + 147 millions d'euros) et diminué sensiblement sur les autres pays PIIGS (- 1 706 millions d'euros sur la Grèce et - 4 058 millions d'euros sur l'Italie).

In dezelfde periode vertoonden de vorderingen op Ierland, Portugal en Spanje een toename (respectievelijk met 15 miljoen euro, 285 miljoen euro en 147 miljoen euro), terwijl de vorderingen op de andere PIIGS-landen aanmerkelijk daalden (-1 706 miljoen euro op Griekenland en -4 058 miljoen euro op Italië).

L'exposition du groupe sur la Grèce est passée de 2 931 millions d'euros à 1 225 millions d'euros au 30 septembre 2011. L'exposition du groupe sur la Grèce

De blootstelling van de groep aan Griekenland is gedaald van 2 931 miljoen euro naar 1 225 miljoen euro op 30 september 2011. De vorderingen van de groep op

représentait 12 % de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008, au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2010 pour atteindre 6 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

L'Italie est passée de 19 574 millions d'euros au 30/06/2008 pour atteindre 15 516 millions d'euros au 30 septmbre 2011. L'exposition du groupe sur l'Italie représentait 79 % de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008, 76 % au 31 décembre 2009, 77 % au 31 décembre 2010 et 80 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

L'exposition sur l'Irlande est marginale (15 millions d'euros) au 30 septembre 2011.

2.3.3 Les autres entités du groupe

L'exposition des autres entités Dexia aux dettes des pays PIIGS a diminué de 1 019 millions d'euros entre le 30 juin 2008 et le 30 septembre 2011. La diminution est sensible pour tous les pays PIIGS.

Griekenland, ten opzichte van alle PIIGS-landen samen, bedroegen op 30 juni 2008, 31 december 2009 en op 31 december 2010 12 % en op 30 september 2011 6 % van het totaal aan vorderingen.

De uitstaande schuld van Italië verminderde van 19 574 miljoen euro op 30 juni 2008 tot 15 516 miljoen euro op 30 september 2011. De blootstelling van de groep aan Italië, in verhouding tot de totale blootstelling aan alle PIIGS-landen samen, bedroeg op 30 juni 2008 79 %, op 31 december 2009 76 %, op 31 december 2010 77 % en op 30 september 2011 80 %.

De vorderingen op Ierland zijn op 30 september 2011 marginaal (15 miljoen euro).

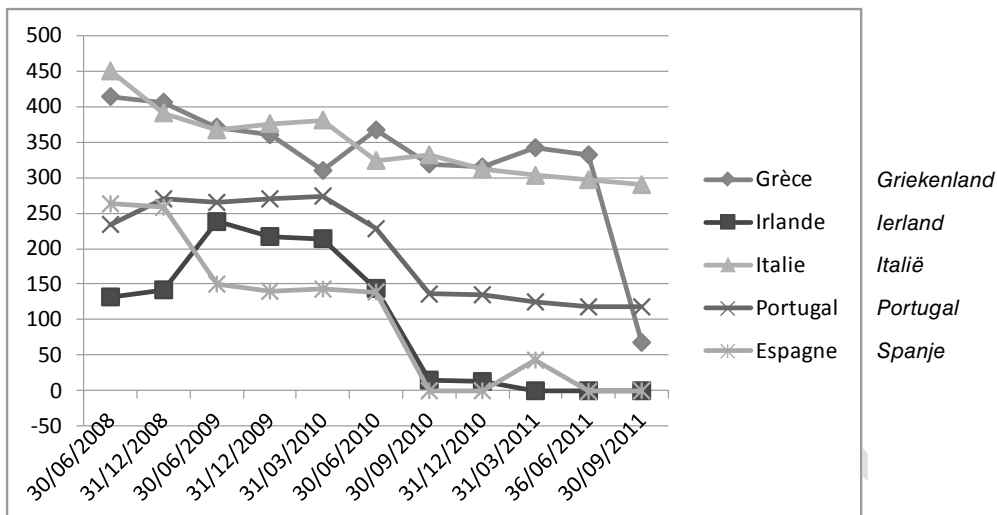
2.3.3 De andere entiteiten van de groep

De blootstelling van de andere entiteiten van Dexia aan de schulden van de PIIGS-landen daalde tussen 30 juni 2008 en 30 september 2011 met 1 019 miljoen euro. Die daling is aanzienlijk voor alle PIIGS-landen.

Souverain	30/06/2008	31/12/2008	30/06/2009	31/12/2009	31/03/2010	30/06/2010	30/09/2010	31/12/2010	31/03/2011	36/06/2011	30/09/2011	Soeverein
Grèce	414	406	371	360	310	367	319	315	342	332	68	Griekenland
Irlande	132	142	238	217	214	144	15	13	0	0	0	Ierland
Italie	450	391	367	376	381	324	332	312	303	297	290	Italië
Portugal	234	270	265	270	274	228	136	135	125	118	118	Portugal
Espagne	263	258	150	140	143	139	0	0	43	-1	0	Spanje
Total	1.494	1.468	1.391	1.362	1.323	1.203	801	776	813	746	475	Totaal

Évolution temporelle des expositions au risque souverain pour le reste du groupe — Source: Dexia SA

Evolutie in de tijd van de blootstelling aan het soeverein risico voor de rest van de groep — Bron: Dexia NV



Graphique de l'évolution des expositions au risque souverain pour le reste du groupe — Source: Dexia SA

Evolutie van de blootstelling aan het soeverein risico voor de rest van de groep — Bron: Dexia NV

L'exposition du groupe sur la Grèce a fortement chuté au cours du 3^e trimestre 2011 (elle est passée de 332 millions d'euros au 30 juin 2011 à 68 millions au 30 septembre 2011). L'exposition du groupe sur la Grèce représentait 28 % de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008, 26 % au 31 décembre 2009, 41 % au 31 décembre 2010 pour atteindre 14 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

L'Italie est passée de 450 millions d'euros au 30/06/2008 pour atteindre 290 millions d'euros au 30 septembre 2011, en diminution régulière. L'exposition du groupe sur l'Italie représentait 30 % de l'ensemble des pays PIIGS au 30 juin 2008, 28 % au 31 décembre 2009, 40 % au 31 décembre 2010 et 61 % de l'exposition globale au 30 septembre 2011.

L'exposition sur l'Irlande et l'Espagne est nulle au 30 septembre 2011.

3. Examen de l'exposition au risque souverain

L'exposition de Dexia aux pays touchés par la crise de la dette souveraine a naturellement un impact important sur la dégradation de la situation du groupe. Comme on le constate à la lecture de ce qui précède, la problématique n'est cependant pas aussi triviale que ne l'indique le simple examen de l'évolution du portefeuille d'obligations souveraines.

3.1 L'importance des souverains dans le portefeuille

La situation exposée au début de cette section était bien connue lors de la prise de fonction de Pierre Mariani en 2008. Naturellement, le processus de réduction de la taille du bilan devait commencer par réduire le plus rapidement possible les actifs financiers les moins liquides, à travers le *Legacy Portfolio*. Les obligations souveraines de la zone euro, en 2008, n'en faisaient pas partie. À cette époque en tout cas, il y avait de bonnes raisons, parfaitement légitimes, pour justifier cette position.

Il y a deux raisons pour lesquelles Dexia pouvait a priori compter une très forte proportion de dette souveraine en portefeuille jusqu'à ce que l'on observe les premiers frémissements de la crise à travers la glissade du spread de crédit de la Grèce durant le deuxième trimestre 2010: l'influence de la réglementation prudentielle et la rentabilité de ces instruments, notamment dans une optique de gestion des actifs et passif (*Asset Liability Management* — ALM).

De vorderingen van de groep op Griekenland zakten fors in het derde kwartaal van 2011: van 332 miljoen euro op 30 juni 2011 naar 68 miljoen euro op 30 september 2011). De blootstelling van de groep op Griekenland bedroeg op 30 juni 2008 28 %, op 31 december 2009 26 %, op 31 december 2010 41 % en op 30 september 2011 14 % van de totale blootstelling aan de PIIGS-landen.

Voor Italië nam het staatsschuldrisico geleidelijk af van 450 miljoen euro op 30 juni 2008 tot 290 miljoen euro op 30 september 2011. De risicopositie van de Dexia-groep ten opzichte van Italië bedroeg, over alle PIIGS-landen beschouwd, 30 % op 30 juni 2008, 28 % op 31 december 2009, 40 % op 31 december 2010 en uiteindelijk 61 % op 30 september 2011.

De risicoblootstelling met betrekking tot Ierland en Spanje was op 30 september 2011 nul.

3. Onderzoek van de risicoposities in staatsschuld

De risicoposities van Dexia in papier van de door de staatsschuldcrisis getroffen landen hebben natuurlijk een belangrijke impact op de verslechtering van de situatie van de groep. Zoals uit het voorafgaande blijkt, is het vraagstuk veel ingewikkelder dan wat na een eenvoudige analyse kan worden afgeleid uit de evoluerende samenstelling van de portefeuille met de staatsobligaties.

3.1 Aandeel van de risicoposities in staatsschuld in de portefeuille

De situatie zoals die in het eerste deel van deze afdeling werd toegelicht, was genoegzaam bekend toen Pierre Mariani in 2008 aan het hoofd van de groep kwam. Bij de inperking van de balansomvang was het in de eerste plaats zaak de minst liquide financiële activa zo snel mogelijk af te stoten, via de *Legacy Portfolio*. In 2008 maakten de staatsobligaties van de eurozone daar geen deel van uit. Toentertijd was een dergelijke positie in elk geval volkomen gerechtvaardigd en gewettigd.

Tot de eerste tekenen van de crisis opdoken, met name toen de credit spread van Griekenland tijdens het tweede trimester van 2010 onderuitging, kon Dexia a priori een heel groot aantal posities in staatsschuld in portefeuille houden, en wel om twee redenen: de impact van de prudentiële regelgeving en de rendabiliteit van die instrumenten, met name in het licht van het activa-passivabeheer (*Asset Liability Management* — ALM).

3.1.1 La réglementation prudentielle

Au vu de la réglementation héritée des Accords de Bâle II et de leur transposition en droit européen, il n'est ni surprenant, ni malsain que Dexia ait beaucoup de dette souveraine de pays de la zone Euro en portefeuille en 2008 et 2009. La raison en est double: tout d'abord, la transposition des Accords de Bâle II en droit européen assigne une pondération de risque nulle aux obligations souveraines de haute qualité des pays de la zone Euro (voir section précédente). Ce type d'investissements représente donc intrinsèquement un usage de fonds intéressant, puisqu'il conserve intacte la solvabilité réglementaire tout en assurant une rentabilité potentiellement intéressante.

Ensuite, la liquidité importante de telles obligations en fait des instruments de collatéral de première qualité. Il faut comprendre à cet égard que le groupe, s'il doit réduire sa taille de bilan, il doit le faire avec discernement, en veillant à ne pas réduire outre mesure le portefeuille qui par ailleurs lui sert de bouclier en cas de crise de liquidité. En d'autres termes, vendre du souverain sans raison particulière ne sert strictement à rien aux yeux du management, si ce n'est à réduire les besoins de couverture pas des produits dérivés de taux — ce qui peut avoir son importance tout de même, mais cet aspect n'a pas été spécifiquement pris en compte à notre connaissance.

3.1.2 La relation rendement-risque

La pondération de risque des obligations souveraines de la zone euro étant nulle pour déterminer le niveau de fonds propres économiques et réglementaires, rien ne s'oppose à leur accumulation dans le bilan. Il ne faut pas négliger la garantie implicite offerte par l'Union européenne, à travers non seulement le traitement prudentiel de faveur réservé à ces titres, mais aussi en fonction des politiques budgétaires relâchées de certains états, dont les plus puissants (la France et l'Allemagne), laissant entendre que la pompe à liquidités pourrait être alimentée sans restrictions.

Il faut bien reconnaître, que, par rapport au coût de financement de Dexia, le fait de garder de la dette souveraine ne s'apparentait pas une mauvaise affaire, et ce durant une longue période. Le graphique suivant reprend l'évolution des spreads de crédit, à travers les cotations des contrats de *Credit Default Swaps* (CDS), sur Dexia et les principaux souverains intéressants:

3.1.1 Prudentiële regelgeving

In het licht van de regelgeving die is voortgevloeid uit de Bazel II-akkoorden en de omzetting ervan in het Europees recht, kon het talrijke staatsschuld papier van eurozonelanden in de portefeuille van Dexia in 2008 en 2009 verrassend noch ongezonder worden genoemd. Daar zijn twee redenen voor: in de eerste plaats wordt ingevolge de omzetting van de Bazel II-akkoorden in de Europese wetgeving een risicoweging nul toegekend aan de kwalitatief hoogstaande overheidsobligaties van de eurozonelanden (zie vorig hoofdstuk). Dergelijke investeringen zijn dus intrinsiek een interessante kapitaalbestemming, aangezien aldus niet alleen aan de opgelegde solvabiliteitsvereisten wordt voldaan, maar tegelijkertijd een potentieel interessante rendabiliteit wordt gewaarborgd.

Vervolgens zijn dergelijke obligaties, gezien hun hoge liquiditeit, bij uitstek geschikt als onderpand (collateral). In dat opzicht moet men voor ogen houden dat de Dexia-groep weliswaar zijn balansomvang moet afbouwen, maar daarbij oordeelkundig te werk moet gaan, aangezien het niet aangewezen is buitensporig te snoeien in de portefeuille die bij een liquiditeitscrisis als beveiliging moet dienen. Het dient met andere woorden, volgens het management, nergens toe om staatsschuld papier te verkopen zonder klaarblijkelijke reden, behalve dan om de dekkingsbehoeften met renteswaps te verkleinen — wat weliswaar van belang kan zijn, maar met dat aspect is, voor zover ons bekend, niet specifiek rekening gehouden.

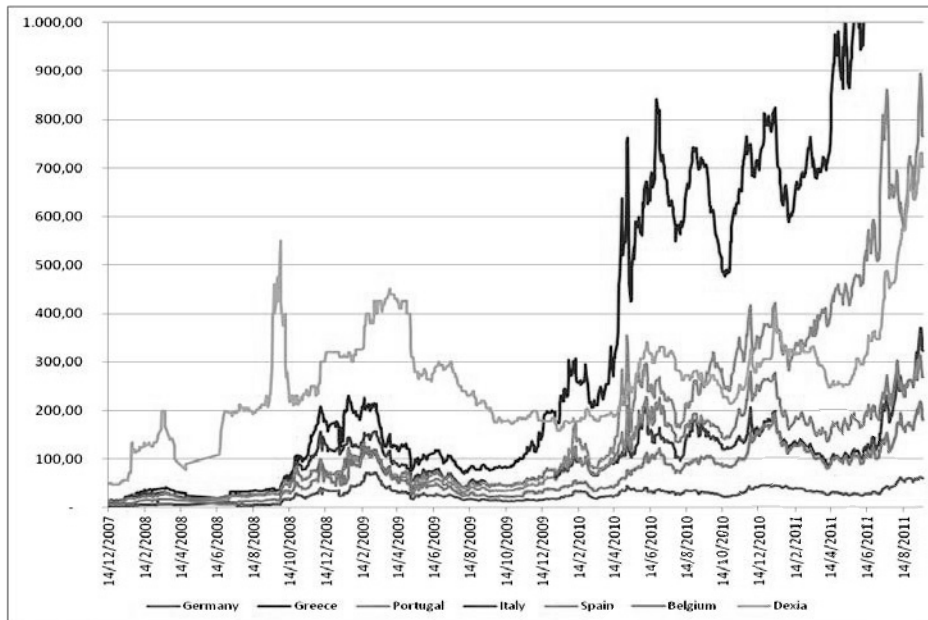
3.1.2 Rendement-risicoverhouding

Aangezien bij de vaststelling van het reglementair opgelegde en economische eigen vermogen de risicoweging nul wordt toegekend aan staatsobligaties van de eurozone, staat niets de accumulatie van staatspapier in de balans in de weg. Men mag de impliciete waarborg die de Europese Unie verstrekt, niet veronachtzamen: niet alleen worden die effecten in de prudentiële benadering gunstig ingeschat, ook houden sommige Staten, en niet van de minste (Frankrijk en Duitsland), er een losser begrotingsbeleid op na, wat de indruk doet ontstaan dat de liquiditeitsstroom een onbepaalde aanvoerlijn heeft.

In verband met de kostprijs van de financiering van Dexia moet worden erkend dat de intekening op staatsschuld papier een hele tijd lang geen slechte zaak leek. De onderstaande grafiek geeft de ontwikkeling van de *credit spreads* weer, meer bepaald de *credit default swap*-premies voor Dexia en de belangrijkste interessante Staten (Duitsland (hoogst mogelijke kwaliteit),

l'Allemagne (meilleure qualité possible), la Belgique (marché domestique), l'Italie, le Portugal, et la Grèce.

België (binnenlandse markt), Italië, Portugal, en Griekenland).



Évolution des primes de CDS — Source: Bloomberg

Evolutie van de CDS-premies - Bron: Bloomberg

Puisque la prime du CDS représente une prime de risque de crédit exigée sur les obligations de référence de l'émetteur, plus elle est élevée, plus son prix est faible. Pour comprendre l'intérêt pour Dexia d'investir dans de la dette souveraine, il faut procéder à trois constatations:

Aangezien de CDS-premie een kredietrisicopremie is op de referentieobligaties van de emittent, daalt de prijs naarmate de premie hoger is. Om te begrijpen waarom Dexia er belang bij had te beleggen in staatschulden, moet worden gewezen op drie vaststellingen:

(1) jusqu'au 1^{er} janvier 2010, le spread de crédit de Dexia était plus élevé que celui de tous les émetteurs souverains considérés, y compris la Grèce. Les opérateurs sur le marché obligataire considéraient donc que prêter à ces états était moins dangereux qu'au groupe Dexia lui-même;

(1) tot 1 januari 2010 was de kredietspread van Dexia hoger dan die van alle betrokken soevereine emittenten, met inbegrip van Griekenland. De obligatiemarktspelers achtten het dus minder risicovol aan die Staten te lenen dan aan de Dexia-groep zelf;

(2) par rapport au taux de l'État allemand, il y a constamment eu un écart de spread positif de tous les souverains, synonyme de rendements plus élevés. Cela veut dire que, pour un même poids de risque de défaut et en considérant que l'Union Monétaire représentait un garant crédible de la solidarité entre États, il était plus intéressant de prêter à d'autres pays que l'Allemagne dans une optique de rendement des actifs. Du reste, cette approche était encouragée par les gouvernements eux-mêmes, puisqu'ils s'adressaient prioritairement aux

(2) in vergelijking met het Duitse tarief was er permanent een positieve spread met alle staatsobligaties, wat dus hogere rendementen opleverde. Bij een even groot risico van wanbetaling en overwegende dat de Monetaire Unie een geloofwaardige garant was voor de solidariteit tussen de Staten, houdt zulks dus in dat het interessanter was te lenen aan andere landen dan aan Duitsland als men de activa wou doen renderen. Voor het overige werd die handelwijze aangemoedigd door de regeringen zelf, aangezien zij zich voor hun

institutions financières pour se refinancer, plutôt qu'à leurs citoyens directement.²

(3) le *spread* obligataire Italien n'a été que marginalement et temporairement plus élevé que celui de la Belgique jusqu'à l'été 2011, et la propagation de la crise suite au sommet européen de juillet. Il est vrai qu'une certaine tension a eu lieu sur la dette Italienne en 2010, mais les marchés considéraient pendant tout le premier trimestre 2011 que l'Italie n'était ni plus, ni moins risquée que la Belgique, avec des niveaux de *spreads* fortement corrélés et oscillant autour de 1 à 1,5 %, soit environ à 100 points de base au-dessus de celui de l'Allemagne. Le *spread* espagnol, quant à lui, a évolué à un niveau sensiblement plus élevé que celui de la Belgique, mais de manière remarquablement parallèle durant toute la période allant de mi 2010 au troisième trimestre 2011.

Sur base des informations de marché, il ne semblait ni urgent, ni même indiqué pour Dexia de revendre ses obligations souveraines jusqu'à fin 2009. Le comportement du *spread* de la dette Italienne ne paraissait pas commander un traitement sensiblement différent de la dette belge avant la mi 2011. Seule, une lecture presciente de l'évolution des *spreads* dans le courant 2010 aurait pu induire le groupe à presser la réduction de sa dette souveraine sur ses principales expositions en fonction des informations de marché. Il existe certes d'autres raisons pouvant amener pareille décision, notamment le danger potentiel que constitue la taille globale — non pondérée par les risques — du bilan, vis-à-vis de laquelle l'arbitrage entre, d'une part, l'attrait du souverain en matière de collatéral et, d'autre part, l'intérêt de s'en défaire pour obtenir une liquidité immédiate, pourrait pencher en la faveur de la seconde branche de l'alternative.

Dans une optique où Dexia se devait de privilégier la détention de titres relativement liquides, et suivant l'idée que le souverain en euro permettait d'obtenir une rentabilité intéressante à risque faible, le groupe n'a pas cherché à réduire spécifiquement son exposition par rapport à la taille de son bilan. Le tableau suivant compare l'évolution du bilan, du montant total des investissements en dette souveraine, du montant des souverains des PIIGS de Dexia, et de la position sur la dette souveraine de la Grèce.

² Voir à cet égard le taux très faible de souscriptions aux bons d'État par rapport aux OLOs, jusqu'au sursaut patriotique de décembre 2011.

herfinanciering eerst tot de financiële instellingen wendden, eeleer dan direct tot hun inwoners².

(3) tot de zomer van 2011 en de uitdeining van de crisis na de Europese Top van juli was de Italiaanse obligatiespread slechts licht én tijdelijk hoger dan die van België. Hoewel de Italiaanse schuld in 2010 inderdaad onder een zekere druk stond, gingen de markten er in heel het eerste kwartaal van 2011 van uit dat Italië niet meer of niet minder risicovol was dan België; het niveau van de *spreads* was nauw gecorreleerd en varieerde van 1 tot 1,5 % (waarmee het dus 100 basispunten boven de Duitse *spread* lag). De Spaanse *spread* dan weer, evolueerde op een aanzienlijk hoger niveau dan de Belgische, maar op een opmerkelijk parallelle wijze gedurende de hele periode vanaf medio 2010 tot het derde kwartaal 2011.

Op grond van de marktgegevens leek het Dexia tot eind 2009 niet dringend, noch aangewezen de staatsobligaties door te verkopen. Het zag ernaar uit dat de evolutie van de *spread* van de Italiaanse schuld geen noemenswaardig andere benadering vergde dan die van de Belgische schuld vóór medio 2011. Alleen een vooruitziende interpretatie van de evolutie van de *spreads* in de loop van 2010 had de groep er op grond van de marktgegevens kunnen toe aanzetten de afbouw van de grootste staatsschuldposities te bespoedigen. Er kunnen weliswaar nog andere redenen worden aangevoerd om een dergelijke beslissing te nemen, meer bepaald het potentiële risico dat uitgaat van de totale — niet-risicogewogen — omvang van de balans. Met betrekking tot die omvang zou de afweging van de aantrekkingskracht van staatsschuldpaper als onderpand en het belang er zich van te ontdoen om onmiddellijk liquide te zijn, wel eens in het voordeel van de laatste optie kunnen uitvallen.

Aangezien Dexia de voorkeur moest geven aan vrij liquide effecten en met staatsobligaties in euro een aantrekkelijk rendement voor een laag risico kon behalen, heeft de groep er niet specifiek naar gestreefd zijn positie af te bouwen en aldus de omvang van de balans te beperken. De tabel hieronder omvat een vergelijking van de evolutie van de balans, het totale bedrag dat in staatsschuldpaper is belegd, de beleggingen in Dexia-staatsobligaties van de PIIGs en de omvang van de beleggingen in Grieks staatsschuldpaper.

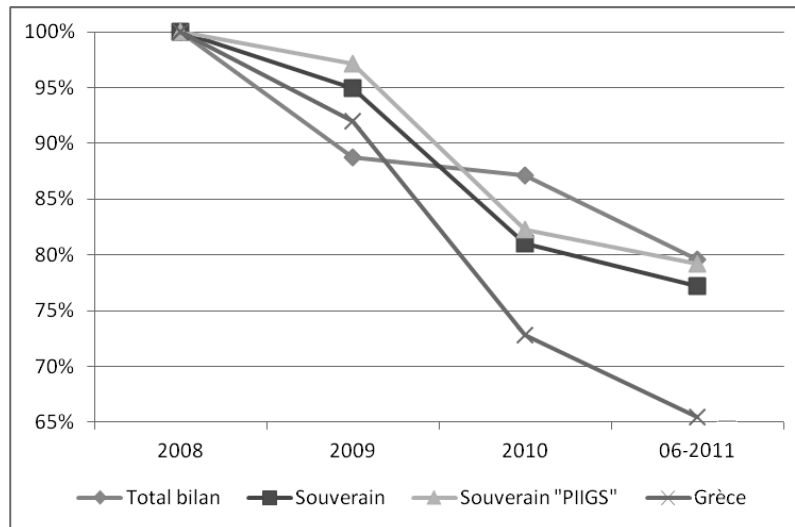
² In dit verband wordt erop gewezen dat de staatsbons veel minder in trek waren dan de OLO's, tot de Belgen zich in december 2011 door hun vaderlandsliefde lieten leiden.

	2008	2009	2010	06-2011
Total bilan	651	578	567	518
Souverain	79	75	64	61
Souverain "PIIGS"	38,9	37,8	32	30,8
Grèce	6.37	5.86	4.64	4.17

Évolution temporelle des éléments de bilan du groupe — Source: Dexia SA

	2008	2009	2010	06-2011
Balanstotaal	651	578	567	518
Staatsobligaties	79	75	64	61
Staatsobligaties "PIIGS"	38,9	37,8	32	30,8
Griekenland	6.37	5.86	4.64	4.17

Evolutie in de tijd van de balansonderdelen van de groep — Bron: Dexia NV



Décroissance cumulée des éléments de bilan du groupe — Source: Dexia SA

Le graphique montre toute l'histoire plus simplement que tout texte. Les souverains sont surpondérés dans le bilan 2009, c'est-à-dire avant que les dirigeants ne s'aperçoivent du danger imminent de la dégradation. Les plus rentables, c'est-à-dire ceux qui procurent le meilleur rendement espéré à cette époque, sont privilégiés. Lors des premiers problèmes, dès 2010, le groupe se débarrasse en priorité des obligations grecques, plus dangereuses. La vente s'accélère en 2011 pour la Grèce.³ Par contre, il n'y a pas au mois de juin d'indication manifeste d'une différence de vitesse dans la réduction de la position souveraine des pays "PIIGS" et des autres.

3.2 L'exposition directe et indirecte

Au-delà de la détention d'obligations souveraines, Dexia joue de malchance en 2008: le groupe hérite de

³ Naturellement, la valeur de ces obligations reprises au bilan n'intègre pas dans les calculs la déduction pour la réserve AFS; on parle donc bien d'un deleveraging net.

Gecumuleerde vermindering van de balansonderdelen van de groep - Bron: Dexia NV

De grafische voorstelling maakt een en ander veel duidelijker dan louter woorden. Op de balans van 2009, dus voordat de bestuurders zich bewust zijn geworden van het dreigende gevaar van een ratingverlaging, zijn staatsobligaties overwogen. De voorkeur gaat uit naar de meest rendabele staatsobligaties, met andere woorden naar die welke het hoogste in die tijd verhoopte rendement opleveren. Wanneer vanaf 2010 de eerste problemen opduiken, ontdoet de groep zich het eerst van de Griekse obligaties, die risicovoller zijn. De verkoop van Grieks staatsschuld papier wordt in 2011 bespoedigd.³ Er zijn echter geen duidelijke aanwijzingen dat de positie in staatsschuld papier van de PIIGs-landen in juni sneller dan wel trager wordt afgebouwd dan die in het staatsschuld papier van de andere landen.

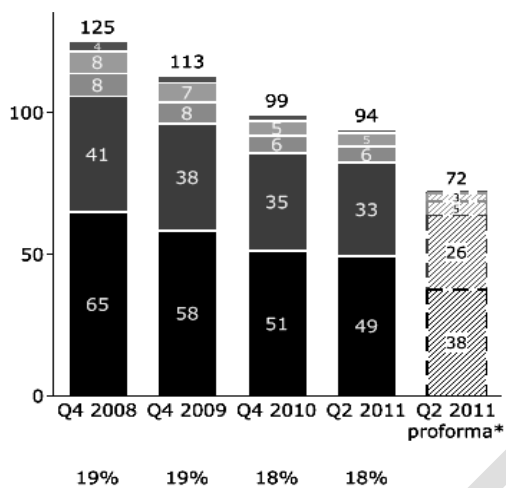
3.2 Directe en indirecte blootstelling

Dexia heeft niet alleen staatsobligaties in bezit, maar heeft in 2008 ook nog eens de pech twee operationele

³ Uiteraard wordt bij de berekening van de waarde van die in de balans opgenomen obligaties geen rekening gehouden met de aftrek voor de AFS-reserve; er is dus wel degelijk sprake van netto-deleveraging.

deux entités opérationnelles, Crediop et Sabadell qui, en vertu du parti-pris de réduire graduellement le périmètre du groupe par cercles concentriques, ne figurent pas immédiatement sur la liste des cessions. Or, ces entités ont pour mission de financer les collectivités locales principalement à l'intérieur de leur pays. En conséquence, l'exposition totale (directe et indirecte de Dexia) demeure structurellement élevée, malgré les efforts du groupe pour opérer son deleveraging. Seule la cession pure et simple des filiales italienne et espagnole, étudiée par ailleurs, aurait pu résoudre le problème.

Les efforts de Dexia pour réduire l'ampleur du problème souverain au sens large sont repris sur le graphique suivant.



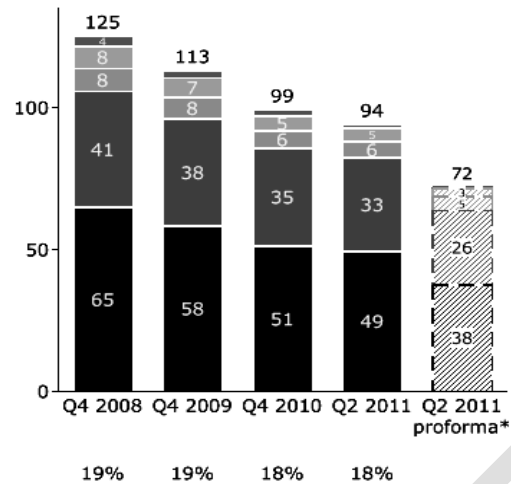
Évolution de l'exposition globale aux PIIGS — Source: Dexia SA, présentation de M. P. Mariani à la Chambre, 7 novembre 2011

La majeure partie de l'exposition aux risques souverains italien, espagnol et portugais est indirecte: elle est de l'ordre de 55 % pour l'Italie et de 90 % sur les marchés espagnols et portugais⁴, comme on peut l'inférer du tableau suivant.

⁴ Environ 11 % du chiffre d'affaires de Dexia Sabadell est réalisé sur le marché portugais, principalement à travers la succursale de Lisbonne. Voir le rapport annuel sur <https://www.dexasabadell.es/pdf/Informe2010.pdf>.

entités, Crediop et Sabadell, te “erven” die niet onmiddellijk op de lijst van de overdrachten staan, omdat werd beslist de perimeter van de groep geleidelijk, via concentrische cirkels, in te perken. Die entiteiten zijn evenwel gelast de lokale gemeenschappen (voornamelijk in hun eigen land) te financieren. Als gevolg daarvan blijft de totale (directe en indirecte) positie van Dexia structureel hoog, ondanks de inspanningen van de groep om aan deleveraging te doen. Alleen de zuivere overdracht van het Italiaanse en het Spaanse filiaal — die overigens werd bestudeerd — had het probleem kunnen wegwerken.

De inspanningen die Dexia heeft geleverd om de omvang van het staatsobligatieprobleem in de ruime zin in te dijken, zijn in de volgende grafiek weergegeven.



Evolutie van de totale positie in PIIGS-staatsschuld-papier — Bron: Dexia NV, uiteenzetting van de heer P. Mariani in de Kamer van volksvertegenwoordigers, 7 november 2011

De positie in Italiaans, Spaans en Portugees staats-schuldpapier is grotendeels indirect; voor Italië loopt die positie op tot 55 % en voor Spanje en Portugal tot 90 %⁴, zoals blijkt uit de volgende tabel.

⁴ Ongeveer 11 % van de omzet van Dexia Sabadell wordt verwezenlijkt op de Portugese markt, voornamelijk via het filiaal van Lissabon. Zie het jaarverslag op <https://www.dexasabadell.es/pdf/Informe2010.pdf>.

	2008	2009	2010	06-2011
Total exposition	125	113	99	94
Italie	65	58	51	49
Italie indirect	38	32	28	27
Espagne + Portugal	49	46	41	39
Esp. + Port. Indirect	44	41	37	35

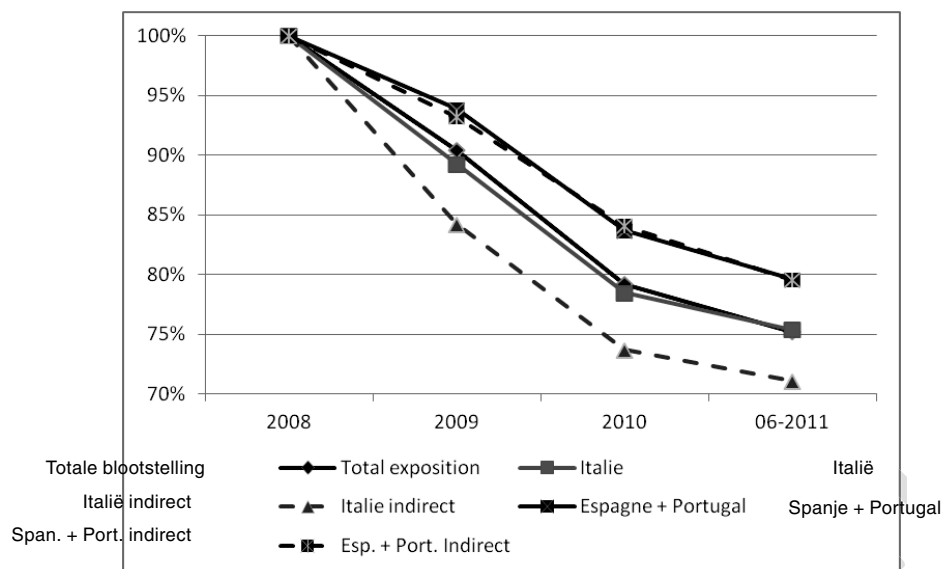
Evolution temporelle des expositions au risque souverain du groupe — Source: Dexia SA

Le même type de graphique de décroissance que précédemment permet de détecter où le groupe a porté principalement ses efforts de réduction dans les positions.

	2008	2009	2010	06-2011
Totaal blootstelling	125	113	99	94
Italië	65	58	51	49
Italië indirect	38	32	28	27
Spanje + Portugal	49	46	41	39
Span. + Port. Indirect	44	41	37	35

Evolutie in de tijd van de blootstelling aan het staatschuldrisico van de groep — Bron: Dexia NV

Hetzelfde type dalende grafiek als die welke eerder werd gebruikt, maakt het mogelijk vast te stellen waar de groep zijn inspanningen om posities af te stoten vooral heeft geconcentreerd.



Décroissance cumulée des expositions au risque souverain du groupe — Source: Dexia SA

Le recentrage des activités PWB sur les marchés-cœurs du groupe (Belgique et France), ainsi que la préparation à la revente des entités Méditerranéennes, ont amené Dexia à réduire substantiellement la nouvelle production de crédits aux collectivités en Espagne, Portugal et Italie: sur la période 2009-2011, la nouvelle production sur ces marchés a été inférieure à 5 milliards d'euros. À titre de comparaison, la production PWB totale de Dexia sur 2008 a été de 67 milliards d'euros, dont 8 milliards d'euros pour les trois pays étudiés. Le *deleveraging* a surtout été sensible sur le marché Italien, qui s'est poursuivi à un rythme beaucoup plus élevé que pour le reste du groupe. Il s'agit plutôt d'une décision opérationnelle que réellement financière, et elle n'est vraisemblablement pas liée à une anticipation spécifique de la crise souveraine, mais

Gecumuleerde afbouw van de blootstelling aan het staatschuldrisico van de groep — Bron: Dexia NV

Door herconcentratie van de PWB-activiteiten op de kernmarkten van de groep (België en Frankrijk), alsook door de voorbereiding van de verkoop van de mediterrane entiteiten, is Dexia drastisch minder kredieten gaan verstrekken aan de overheden in Spanje, Portugal en Italië: van 2009 tot 2011 vertegenwoordigden de op die markten verstrekte kredieten minder dan 5 miljard euro. Ter vergelijking: in 2008 waren de PWB-activiteiten van Dexia in totaal nog goed voor 67 miljard euro, waarvan 8 miljard euro voor de drie onderzochte landen. Die schuldafbouw (*deleveraging*) was vooral voelbaar op de Italiaanse markt, waar hij veel sneller verliep dan elders binnen de groep. Het gaat daarbij om een operationele, veeleer dan om een echt financiële beslissing; bovendien is die beslissing wellicht minder het gevolg van een specifieke anticipatie op de schulden crisis dan van een

plutôt à la stratégie générale du groupe de recentrage sur les métiers de base.

4. Analyse

L'analyse distingue l'attitude générale du management face à l'évolution de la crise, d'une part, et les obstacles rencontrés ou initiatives qui auraient pu être adoptées dans une optique de gestion optimale. Nous insistons sur la circonspection dont il convient de faire preuve dans une telle analyse: le but n'est pas de réécrire l'histoire, ni de formuler les critiques faciles en ayant trop présente à l'esprit l'évolution réelle de la crise.

4.1 L'attitude générale du management

La problématique de la dette souveraine échappe largement à Dexia et, de manière générale, l'évolution des expositions, dans la mesure où elle pouvait être contrôlée, n'a pas montré une réactivité trop faible par rapport au développement de la crise. Au contraire, les comptes-rendus des conseils d'administration du groupe démontrent que le management, et singulièrement M. Mariani, montre à la fois une attitude extrêmement prudente vis-à-vis de ce risque, voire souvent prémonitoire.

Dans le cadre du processus de réduction de la taille du bilan, Dexia n'a pas commis l'erreur de déséquilibrer durablement les ventes au profit de la dette souveraine. En privilégiant des achats internes au groupe lors d'opérations de placement (notamment dans le cadre de l'ALM du groupe, qui consiste prioritairement à couvrir le risque de marché global du bilan), et en interdisant de procéder à des achats externes de pure croissance du bilan par ailleurs, le portefeuille souverain décroît moins que proportionnellement par rapport au bilan global principalement pour des raisons d'allocation d'actifs.

S'il est établi que la baisse de taille de bilan est plus importante pour les autres catégories d'actifs que la dette souveraine jusqu'en 2010, un effet de rattrapage a lieu dès que les premiers signes avant-coureurs d'un problème avec la Grèce sont devenus perceptibles. Durant la période 2008-2010, le processus est donc bien contrôlé et se déroule conformément à ce que l'on peut inférer du comportement des marchés.

Au début du mois de mai 2011, M. Mariani se montre en effet plus pessimiste sur l'évolution de la situation en

algemene strategie van de groep om zich opnieuw op de basisactiviteiten toe te spitsen.

4. Analyse

Bij de analyse moet een onderscheid worden gemaakt tussen de algemene attitude van het management ten overstaan van de evolutie van de crisis en de obstakels die hadden moeten worden overwonnen of de initiatieven die hadden kunnen worden genomen in de hypothese van een optimaal beheer. Het is van groot belang de resultaten van een dergelijke analyse met de nodige omzichtigheid te interpreteren: het is niet de bedoeling de geschiedenis te herschrijven, noch gemakkelijke kritiek te uiten omdat men inmiddels weet hoe de crisis in werkelijkheid is geëvolueerd.

4.1 De algemene attitude van het management

Op de staatschuldencrisis had Dexia amper vat; algemeen kan niet worden gesteld dat Dexia te flauw heeft gereageerd op de evolutie van die crisis en in het bijzonder op de evolutie van de blootstelling eraan, voor zover het al mogelijk zou zijn die evolutie te controleren. Integendeel: uit de verslagen van de vergaderingen van de raad van bestuur van de groep komt naar voren dat het management, en meer bepaald de heer Mariani, een attitude heeft aangenomen waaruit niet alleen extreme voorzichtigheid ten aanzien van het staatsschuldrisico, maar vaak ook anticipatief inzicht blijkt.

Bij de vermindering van de balansomvang heeft Dexia niet de fout begaan voornamelijk in te zetten op staatspapier (soevereine schuld), wat langdurig ten koste zou zijn gegaan van de verkopen. Door bij beleggingen (met name in het kader van het ALM van de groep, waarbij de dekking van het algemene marktrisico van de balans voorop staat) de voorkeur te geven aan interne aankopen binnen de groep, alsook door een verbod uit te vaardigen op externe aankopen die louter op balansgroei zijn gericht, is de staatsschuldportefeuille in verhouding minder snel gekrompen dan de algemene balans, maar dat had dus te maken met de aanwending van de activa.

Vast staat dat tot in 2010 de balansomvang voor de andere categorieën van activa sneller afnam dan de staatsschuldportefeuille, maar wel werd van bij de eerste tekenen dat er met Griekenland iets loos was, een inhaalbeweging ingezet. Van 2008 tot 2010 werd het proces dus goed in de hand gehouden, op grond van wat uit de sfeer op de markten kon worden opgemaakt.

Begin mei 2011 toonde de heer Mariani zich over de evolutie van de toestand in Griekenland immers

Grèce que plusieurs membres non-exécutifs du conseil d'administration de Dexia: bien qu'il soit encore convaincu que la crise puisse être absorbée par le groupe au vu de son niveau de fonds propres, il anticipe que son évolution pourrait avoir une incidence très négative en cas d'aggravation de la situation.

À la fin mai, soit après la dégradation des notations de Dexia par S&P, le groupe anticipe à ce moment une réduction de valeur de l'ordre de 50 % sur la dette grecque, qui est toujours considérée comme supportable. C'est à ce moment que la décision est prise de tenter d'accélérer la revente de Crediop et Sabadell, en provisionnant une perte de 1,8 milliard d'euros. L'idée est de faire d'une pierre, deux coups: anticiper sur le plan de réduction du périmètre opérationnel, et réduire l'exposition indirecte aux risques souverains devenue indésirable. Cette décision ne sera cependant pas suivie d'effets concrets (voir plus bas).

Au début mois d'août, suite aux événements de juillet, les conséquences du flou de l'accord européen se font sentir sur les marchés. Le niveau de la décote sur la dette grecque est désormais très incertain. Quoiqu'il en soit, il apparaît relativement clairement que la décote enregistrée par Dexia jusqu'ici, soit 21 %, sera insuffisant. Cependant, Dexia mobilise toute la dette souveraine éligible comme collatéral. Un dilemme cornélien se pose désormais: vendre massivement et accepter une perte importante, mais peut-être moins grave qui si la crise d'approfondit; ou alors conserver les positions en portefeuille, en gardant ainsi un collatéral, mais qui peut se déprécier fortement en fonction de l'évolution des *spreads*?

Là, le taux de réduction de dette souveraine au bilan est moins important qu'on aurait pu s'y attendre si la décision avait été prise sans la moindre équivoque. De juin à septembre, seule la position en dette souveraine grecque a diminué de manière drastique. Pour les autres pays "à risque", la position est demeurée très stable. Manifestement, le groupe a exprimé une préférence pour la conservation d'actifs liquides, mais dont la valeur de marché se dégradait sensiblement jour après jours, plutôt que de prendre une perte beaucoup plus importante tout en se débarrassant d'un risque majeur.

Partant de ces constats, un certain nombre de remarques peuvent être mises en avant. Elles concernent deux dimensions: (i) les anomalies rencontrées durant le processus, qui posent question, et (ii) une dimension importante qui aurait pu apporter une amélioration au problème si elle avait été considérée.

pessimistischer dan heel wat non-executive members van de raad van bestuur van Dexia. Hoewel hij er toen nog van overtuigd was dat de groep voldoende eigen vermogen had om de schok van de crisis te kunnen opvangen, anticipeerde hij al op een eventuele verergering van de evolutie en de zeer negatieve gevolgen daarvan.

Eind mei, nadat S&P de rating van Dexia had verlaagd, hield de groep rekening met een mogelijke waardevermindering van haar Grieks staatspapier ten belope van 50 %, wat nog steeds als draaglijk werd beschouwd. Toen werd beslist te proberen Crediop en Sabadell sneller van de hand te doen, door provisorisch al een verlies in te schrijven van 1,8 miljard euro. Daarmee wou men twee vliegen in één klap slaan: anticiperen op de inkrimping van de actieradius en de niet langer gewenste indirecte blootstelling aan het staatsschuld risico verminderen. Die beslissing werd echter niet in daden omgezet (zie verder).

Als gevolg van de gebeurtenissen van de maand juli zijn de gevolgen van de vaagheid van het Europees akkoord begin augustus voelbaar op de markten. Het niveau van de waardevermindering op de Griekse schuld is vanaf dan zeer onzeker. Wat er ook van zij, het blijkt duidelijk dat de tot dusver door Dexia opgetekende waardevermindering, namelijk 21 %, ontoereikend zal zijn. Dexia zet echter de volledige in aanmerking komende soevereine schuld in als onderpand. Men staat voor een verscheurende keuze: ofwel massaal verkopen en een verlies aanvaarden dat aanzienlijk zal zijn maar misschien minder groot dan als de crisis verergert, ofwel de portefeuilleposities handhaven en op die manier een onderpand behouden dat naargelang de evolutie van de *spreads* echter fors in waarde kan verminderen.

Het dalingspercentage van de soevereine schuld in de balans ligt minder hoog dan men in geval van een ondubbelzinnige beslissing had kunnen verwachten. Tussen juni en september is alleen de positie in Griekse soevereine schuld drastrisch verminderd. Voor de andere "risicolanden" is de positie zeer stabiel gebleven. De groep heeft zich kennelijk uitgesproken voor het behoud van liquide activa waarvan de marktwaarde iedere dag echter fors daalde, in plaats van in te stemmen met een veel groter verlies en zich tegelijkertijd van een aanzienlijk risico te ontdoen.

Uitgaande van die vaststellingen kunnen een aantal opmerkingen worden gemaakt. Ze hebben betrekking op twee dimensies: (i) de onregelmatigheden die tijdens het proces zijn opgedoken en die thans vragen doen rijzen en (ii) een belangrijke dimensie die voor een verbetering van het probleem zou kunnen hebben gezorgd, mocht men ze in aanmerking hebben genomen.

4.2 Les anomalies

Précisons d'emblée que, d'après les éléments ayant permis de rédiger ce rapport, les anomalies constatées durant le processus de deleveraging sur l'exposition aux pays souverains à problème ont vraisemblablement joué un rôle secondaire dans le démantèlement du groupe; néanmoins, partant du fait que les circonstances de ce démantèlement résultent d'une conjonction de différents éléments qui se sont renforcés dans leurs effets destructeurs, chaque pièce du dossier est importante.

4.2.1 La préservation des filiales à problème

Le plan développé par Dexia et approuvé, moyennant aménagements, par la Commission européenne en février 2010 prévoit certes de revendre Crediop et Sabadell à partir de 2012. Sur ce point, Dexia n'a pas violé son plan de marche. Cela induit donc qu'au moment où le groupe a été démantelé, la seule raison qu'il aurait pu avoir de hâter la revente de ces entités était un sentiment d'urgence exacerbé.

Pourtant, une autre explication, plus polémique, pourrait être avancée. Les deux filiales concernées, toutes deux sous le giron de DCL, auraient pu être préservées — temporairement au moins — afin de rendre l'isolement de l'ensemble de DCL du reste du groupe d'autant plus problématique, et donc la possibilité opérationnelle de créer une sorte de "bad bank" cristallisée autour de DCL beaucoup trop onéreuse. D'une certaine manière, cela contribuait à renforcer l'unité du groupe en alignant au plus près les intérêts de DBB avec ceux de DSA. Cette tentative aurait culminé avec le projet de fusion pure et simple de DBB avec DSA. Cette hypothèse, développée à plusieurs endroits dans ce rapport — et notamment dans la section consacrée aux relations conflictuelles au sein du groupe — amène indirectement à ce que l'exposition aux risques souverains italiens, espagnols et portugais demeure trop longtemps élevée par rapport à un plan de cession d'actifs opérationnels plus équilibré. Le problème de la crise souveraine n'avait pas été anticipé jusqu'en 2010, et les effets pernicieux sur les pays en difficulté budgétaire jusqu'à la mi 2011. Le choix de ne pas précipiter la vente de Crediop et Sabadell, fût-ce au prix de pertes importantes, aurait dû permettre de garder des titres relativement rentables au bilan, de les financer par les flux de liquidités provenant de DBB, et de rendre complexe une séparation pure et simple de DCL du reste du groupe. Lorsque les

4.2 De onregelmatigheden

Volgens de elementen waarop dit rapport berust, hebben de onregelmatigheden die tijdens het proces van deleveraging op de blootstelling aan de soevereine probleemlanden werden geconstateerd kennelijk een secundaire rol gespeeld in de ontmanteling van de groep. Toch is ieder stuk van het dossier belangrijk, uitgaande van het feit dat de omstandigheden van die ontmanteling voortvloeien uit de samenloop van diverse elementen waarvan de destructieve gevolgen elkaar hebben versterkt.

4.2.1 De vrijwaring van de probleemdochterondernemingen

Het door Dexia uitgewerkte en, na het aanbrengen van aanpassingen, door de Europese Commissie in februari 2010 goedgekeurde plan voorziet in de wederverkoop van Crediop en van Sabadell vanaf 2012. Dexia heeft op dat punt zijn plan niet geschonden. Daaruit vloeit dus voort dat toen de groep werd ontmanteld een overdreven gevoel van dringende noodzaak de enige reden zou kunnen zijn geweest om de wederverkoop van die entiteiten te versnellen.

Toch zou een andere, meer polemische verklaring kunnen worden geopperd. De twee betrokken dochterondernemingen, die allebei door DCL werden geleid, hadden — althans tijdelijk — kunnen worden behouden om het isolement van de hele DCL van de rest van de groep des te problematischer te maken en de operationele mogelijkheid een soort van "bad bank" te creëren rond DCL veel te duur te maken. In zekere zin heeft dat bijgedragen tot een versterking van de eenheid van de groep door de belangen van DBB zo nauw mogelijk te doen aansluiten bij die van DSA. Die poging zou hebben geculmineerd met het project voor een samensmelting zonder meer van DBB en DSA. Die hypothese — die op verschillende plaatsen in dit rapport en onder meer in het aan de conflicterende relaties binnen de groep gewijde gedeelte wordt uiteengezet — leidt er indirect toe dat de blootstelling aan de Italiaanse, Spaanse en Portugese soevereine risico's te lang groot blijft ten aanzien van een evenwichtiger plan voor de verkoop van operationele activa. Tot in 2010 had men het probleem van de soevereine crisis niet zien aankomen en tot midden 2011 werden de schadelijke gevolgen voor de landen die met begrotingsmoeilijkheden te kampen hadden niet voorvoeld. De keuze om Crediop en Sabadell niet sneller te verkopen, ook al ging dat met aanzienlijke verliezen gepaard, zou de mogelijkheid moeten hebben geboden de vrij rendabele effecten in de balans te behouden

externalités de la crise grecque ont éclaté sur les autres pays, il devenait urgent de se séparer des deux entités, mais le marché ne le permettait plus.

Cette piste d'explication résulte d'une démarche analytique plutôt que d'une accumulation de preuves. Néanmoins, elle est élaborée plus avant dans les sections consacrées aux pistes stratégiques de *deleveraging* et aux relations conflictuelles.

4.2.2 L'influence de Dexia Insurance Belgium (DIB) sur le processus

A contrario de la discussion précédente, DIB⁵ est une filiale opérationnelle de DBB qui pose un problème au management. En effet, dans le processus de contrôle en cascade hérité de 2008, il s'agit d'une entité relativement autonome au sein du groupe, sous la responsabilité de DBB. Comme étudié par ailleurs dans le cadre de la section sur les relations conflictuelles, cette autonomie a été très rapidement identifiée et combattue par le management dans le cadre du plan de transformation élaboré dès 2008 et mis en œuvre opérationnellement en 2009.

La politique d'investissement de DIB est très différente de celle de toutes les autres filiales importantes du groupe — mise à part FSA, qui disparaît en 2009 — du fait qu'il s'agit d'activités d'assurances. La gestion du bilan, et singulièrement des actifs, des activités d'assurances induit l'utilisation massive de titres obligataires de première qualité, beaucoup plus que de portefeuilles de prêts. L'obligation souveraine rentre naturellement en ligne de compte pour une proportion importante des investissements.

En l'occurrence, la politique de modération des investissements souverains a fait l'objet d'une exception pour DIB. Cette exception, qui n'est pas d'une magnitude très importante, a tout de même influencé le processus, notamment au niveau de l'accumulation de la dette souveraine grecque.

4.2.3 Le blocage du conseil d'administration

La troisième anomalie est plus conjoncturelle que les deux autres, mais est également liée à un conflit

⁵ DIB fait partie de la filiale Dexia Insurance Services (DIB), qui regroupe les différentes activités d'assurance du groupe, mais c'est la filiale belge qui en représente le principal actif. Nous utiliserons donc l'acronyme DIB pour la suite du rapport.

en ze te financieren door de liquiditeitstroom die van DBB afkomstig was. Ze zou het ook mogelijk hebben gemaakt een loutere afscheiding van DCL van de rest van de groep ingewikkeld te maken. Toen de Griekse crisis ook de andere landen aantastte, moesten de twee entiteiten dringend worden gescheiden, maar de markt maakte dat niet meer mogelijk.

Die verklaring berust meer op een analytische aanpak dan op een opeenstapeling van bewijzen. Toch wordt ze verder uitgediept in de gedeelten die gewijd zijn aan de strategische mogelijkheden inzake *deleveraging* en aan de conflicterende situaties.

4.2.2 De invloed van Dexia Insurance Belgium (DIB) op het proces

In tegenstelling tot de ondernemingen die hiervoor zijn besproken, is DIB⁵ een operationele dochteronderneming van DBB die een probleem doet rijzen voor het management. In het uit 2008 geërfde systeem van trapsgewijze controle gaat het immers om een vrij autonome entiteit binnen de groep, onder de verantwoordelijkheid van DBB. Zoals voorts in het kader van het gedeelte over de conflicterende situaties wordt onderzocht, werd die autonomie zeer snel onderkend en bestreden door het management in het kader van het al vanaf 2008 uitgewerkte en in 2009 toegepaste hervormingsplan.

Het beleggingsbeleid van DIS is zeer verschillend van dat van alle andere belangrijke dochterondernemingen van de groep — met uitzondering van FSA, dat in 2009 verdwenen is — omdat het over verzekeringsactiviteiten gaat. Het beheer van de balans en vooral van de activa van de verzekeringsactiviteiten leidt tot het massaal gebruik van kwaliteitsvolle obligaties, veel meer dan van portefeuilles van leningen. De soevereine obligatie komt uiteraard in aanmerking voor een aanzienlijk gedeelte van de beleggingen.

In dat geval is voor DIB een uitzondering gemaakt op het beleid van matiging van de soevereine beleggingen. Die niet zeer omvangrijke uitzondering heeft niettemin het proces beïnvloed, onder meer op het vlak van de opeenstapeling van de Griekse soevereine schuld (exacte cijfers op te nemen).

4.2.3 De blokkering van de raad van bestuur

De derde onregelmatigheid is conjunctureler dan de twee andere, maar houdt eveneens verband met

⁵ DIB maakt deel uit van de dochteronderneming Dexia Insurance Services (DIS), die de verschillende verzekeringsactiviteiten van de groep omvat, maar het is de Belgische dochter die er het belangrijkste vermogen van vertegenwoordigt. We zullen in het vervolg van dit verslag dan ook het letterwoord DIB gebruiken.

d'intérêt. Dans le courant du mois d'août 2011, l'équipe dirigeante de Dexia se rend compte qu'il devient indispensable de vendre tous azimuts, et surtout de la dette souveraine. Cependant, le conseil d'administration traîne quelque peu des pieds dans l'idée de vendre des actifs relativement liquides, provenant d'émetteurs qui ne devraient pas connaître un défaut de paiement, dans des conditions de stress de marché. Ces administrateurs se placent dans une optique de rentabilité: il est effectivement incongru de vendre des bons actifs lorsque les prix sont au plus bas sous l'effet de la panique. Le management se situe, quant à lui, dans une optique de gestion de crise: on joue la survie du groupe. La BNB remarquera, avec un certain retard, que la diminution du portefeuille de souverains à partir du mois d'août 2011 se fait avec une vitesse relativement réduite chez Dexia. Le management, à travers les responsables de la filiale Dexia Ireland, a avancé une explication liée à la faible liquidité du marché obligataire en juillet-août 2011 (vacances) et à la priorité donnée à la revente des FP garantis dans la même période. Cependant, la principale explication réside vraisemblablement dans un frein à la revente issu du conseil d'administration. Ce point n'est cependant pas documenté dans les comptes-rendus du conseil d'administration, et provient principalement des avis exprimés par les acteurs du dossier. Il s'agit donc, une fois encore, d'une conjecture plausible mais impossible à prouver formellement.

Un tel frein s'avère difficilement justifiable lorsqu'on analyse les arguments avancés par S&P en juillet 2011 pour mettre le rating de Dexia sous surveillance: c'est principalement l'exposition du groupe à la crise souveraine qui est pointée du doigt. Le fait de négliger ce signal de danger précis et immédiat n'est pas acceptable dans la situation de Dexia. Sur cette dimension, les responsables des freins à la cession des dettes souveraines portent leur part de responsabilité dans le démantèlement.

4.3 L'amélioration potentielle: le levier financier brut

Il y a un élément troublant dans le raisonnement des banquiers et régulateurs chevronnés qui ont été rompus aux accords de Bâle II durant une grande partie de leur carrière: la conviction que la taille totale du bilan ramenée aux fonds propres importe moins que la taille du bilan pondérée par les risques. La perspective est celle prônée avec force par le régime prudentiel en vigueur

een belangconflict. In augustus 2011 beseft de top van Dexia dat het absoluut noodzakelijk is op alle fronten tot verkoop over te gaan, en vooral dan van staatschuld. De raad van bestuur voelt er echter weinig voor om relatief liquide activa, afkomstig van emittenten waarvoor geen betalingsprobleem zou mogen bestaan, van de hand te doen, rekening houdend met de zenuwachtigheid op de financiële markten. De terughoudendheid van de bestuurders heeft te maken met rendabiliteit: het houdt immers geen steek activa te verkopen op het ogenblik dat de prijzen, wegens de panieksituatie, op hun dieptepunt zijn. De directie van Dexia, daarentegen, wil in de eerste plaats de crisis bezweren: voor haar is het overleven van de groep de inzet. De NBB zal enige tijd later opmerken dat de inkrimping van de portefeuille overheidsobligaties bij Dexia vanaf augustus 2011 een redelijk traag verloop kent. Het management is, via de leiding van dochtermaatschappij Dexia Ireland, met een verklaring gekomen die gekoppeld was aan de zwakke liquiditeit van de obligatiemarkt in juli-augustus 2011 (vakantieperiode) en aan de voorrang die in diezelfde periode werd gegeven aan de verkoop van de gewaarborgde financiële producten. De voornaamste reden daarvoor ligt waarschijnlijk in het feit dat de raad van bestuur op de rem is gaan staan wat herverkoop betreft. Een en ander staat niet als dusdanig in de verslagen van de raad van bestuur, maar steunt vooral op uitspraken van personen die bij het dossier zijn betrokken. Ook dat is dus een plausibel, maar formeel niet hard te maken vermoeden. (guidelines herverkoop obligaties checken)

Een dergelijke rem valt moeilijk te verantwoorden wanneer men de argumenten tegen het licht houdt die S&P in juli 2011 aanvoerde om de rating van Dexia onder "review" te plaatsen: vooral de blootstelling van de groep aan de staatsschuldencrisis wordt op de korrel genomen. Dat dit duidelijke en acute alarmsignaal in de wind wordt geslagen is onaanvaardbaar in de situatie van Dexia. In verband met dat aspect zijn degenen die opdracht gaven om het afstoten van staatsschuldpapier af te remmen voor een deel mee verantwoordelijk voor de ontmanteling.

4.3 Potentiële verbetering: het bruto financieel hefboomeffect

In de redenering van de doorgewinterde bankiers en regulatoren, die tijdens een groot deel van hun loopbaan de akkoorden van Bazel II van binnen en van buiten hebben bestudeerd, schuilt iets verontrustends: ze zijn er namelijk van overtuigd dat de totale omvang van de balans voor zover het eigen kapitaal betreft, minder belangrijk is dan de omvang van de balans risico's

depuis une dizaine d'années: les actifs d'une institution bancaire ne se valent pas tous car ils n'exposent pas l'institution aux mêmes dangers; il faut donc les couvrir différemment. Un tel raisonnement est considéré avec de fortes nuances dans une entreprise industrielle ou commerciale traditionnelle, car elle sait que l'"effet de levier financier" consacre une relation linéaire entre le profil de risque de l'entreprise et son taux d'endettement, à savoir le rapport entre les capitaux empruntés et les capitaux propres (la définition traditionnelle du levier pour l'entreprise).

Le discours systématique du management de Dexia concernant les actifs financiers liquides a été celui-ci: il est fondamentalement inutile de vendre des actifs liquides du bilan dans le cadre du deleveraging, car ces actifs liquides constituent une réserve de collatéral, et donc sont assimilés aux liquidités que leur vente pourrait générer. Il s'agit d'un raisonnement formaté par la régulation et l'expérience, et sans doute une erreur.

Tout ce qui n'est pas du cash présente un risque. Ce principe doit être réappris.

La dette souveraine, qui un jour était sûre, peut ne plus l'être le lendemain. Cet exemple n'est qu'un cas parmi d'autres. Nul ne peut raisonnablement dire quels sont les actifs qui sont sûrs aujourd'hui mais ne le seront pas demain. Le principe du ratio McDonough ne nie pas cela, mais l'ignore. Les accords de Bâle III, qui réinstaurent un critère de levier financier non ajusté, corrigent ce défaut de la réglementation.⁶

On peut modestement déplorer que le management n'ait pas intégré ce principe de manière plus proactive. Cela aurait amené à appliquer ce que plusieurs experts ont proposé dans leur avis indépendant: revendre des obligations souveraines de manière beaucoup plus rapide que cela n'a été fait. Néanmoins, les raisons avancées ici sont différentes: il ne s'agit pas de réécrire le passé et d'anticiper avec génie et prescience ce qu'allait devenir la crise souveraine; il s'agit plutôt d'appliquer l'adage "un tiens vaut mieux que deux tu l'auras", et aller chercher la liquidité immédiate au détriment du return obligataire plutôt que de conserver en

⁶ Il faut noter à cet égard que les Accords de Bâle II avaient amené une régression par rapport à ceux de Bâle I (1988), car il y était stipulé que le total du bilan ne pouvait excéder 20 fois les fonds propres de l'établissement de crédit. Sans l'abandon de ce critère de levier, Dexia n'aurait jamais pu dilater son bilan comme le groupe l'a fait à partir de 2006.

inbegrepen. Het uitgangspunt is datgene wat in het prudentieel regime sinds een tiental jaar nadrukkelijk wordt beleden: de activa van een bankinstelling zijn niet alle gelijkwaardig, omdat ze de instelling niet aan dezelfde risico's blootstellen; die risico's moeten dan ook verschillend worden afgedekt. In een traditioneel industrieel of commercieel bedrijf wordt zo'n redenering met de nodige omzichtigheid benaderd, vanuit de wetenschap dat er, wat het zogenoemde hefboomeffect betreft, een lineair verband bestaat tussen het risicoprofiel van het bedrijf en zijn schuldgraad, dit is de verhouding tussen het geleende kapitaal en het eigen kapitaal (de klassieke definitie van de hefboom voor de onderneming).

Het betoog van de top van Dexia in verband met zijn vlottende activa klonk steevast als volgt: het is volstrekt nutteloos vlottende activa van de balans te verkopen in het kader van deleveraging, omdat die vlottende activa een collateral reserve vormen, en dus gelijkgesteld worden met de liquiditeiten die de verkoop ervan kan opleveren. Die redenering is geformatteerd door regulatie en ervaring, en ze is fundamenteel fout.

Al wat geen cash is, houdt een risico in. Dat principe moet opnieuw worden aangeleerd.

De staatsschuld, bijvoorbeeld, die de ene dag zeker is, kan de dag erna niet meer zeker zijn. Andere voorbeelden liggen voor het rapen. Niemand kan redelijkerwijs zeggen welke activa vandaag zeker zijn en dat morgen niet meer zullen zijn. Het principe van de McDonough-ratio ontkent dat niet, maar negeert het. De akkoorden van Bazel III, waarbij het criterium van een niet-aangepaste financiële hefboom opnieuw wordt ingevoerd, corrigeren die onvolkomenheid in de regelgeving⁶.

Men kan behoedzaam betreuren dat de top van Dexia dat principe niet proactiever heeft toegepast. Dat zou hebben geleid tot wat verschillende experts in hun onafhankelijk advies hebben voorgesteld: staatsobligaties veel sneller verkopen dan het geval is geweest. De redenen luiden in dit geval evenwel anders: het gaat er niet om de geschiedenis te herschrijven en met scherpzinnigheid en voorkennis te zien aankomen wat de staatsschuldcrisis zou worden; veeleer is het zaak, het spreekwoord "beter een vogel in de hand dan tien in de lucht" indachtig, op zoek te gaan naar directe liquiditeiten ten koste van de obligatiereturn, in plaats van

⁶ In dat opzicht notere men dat de akkoorden van Bazel II een teruggang betekenden ten opzichte van die van Bazel I (1988), want er was in bepaald dat het balanstotaal niet meer mocht bedragen dan 20 maal de eigen middelen van de kredietinstelling. Was van dat hefboomcriterium niet afgestapt, dan had de Dexia-groep nooit zijn balans kunnen opblazen zoals hij dat vanaf 2006 heeft gedaan.

portefeuille des titres liquides et rentables un jour, mais pas nécessairement toujours.

Notons que cette relative myopie a été partagée par tous les acteurs du dossier: au niveau de Dexia bien sûr, mais aussi au niveau des autorités de contrôle, qui n'ont pas pu intégrer de manière explicite au niveau du groupe en 2009 ce que le nouveau régime prudentiel — applicable en 2018, mais rien n'empêche d'anticiper — préconise en matière de gestion de la taille du bilan. La réaction de la BNB en août 2011 n'a vraisemblablement rien à voir avec cette préoccupation de réduction du leverage ratio; en réalité, il semble que personne ne s'en soit vraiment préoccupé jusqu'ici.

5. Conclusion

L'analyse soulève la question de la priorité du conseil d'administration et du management dans la gestion du groupe à partir de 2008. La priorité absolue devait être d'assurer sa survie. Suivant ce critère, la réduction du bilan a été poursuivie avec conviction.

Sur une base opérationnelle toutefois, on relève deux obstacles qui ont amené à ce que l'exposition souveraine soit restée trop importante en octobre 2011. D'une part, l'équilibre opérationnel entre les sous-filiales de DCL (Crediop et Sabadell) et de DBB (DIB) amène à certains dysfonctionnements potentiels et à un deleveraging trop lent au niveau de l'exposition souveraine. D'autre part, la recherche d'une certaine rentabilité a également amené à ce que le raisonnement puisse être distordu lorsqu'il était encore temps (en considérant la rentabilité potentielle de garder les souverains en période calme) puis lorsqu'il était presque trop tard (en considérant le manque à gagner de vendre les souverains en période de stress). Avec la meilleure volonté du monde, l'histoire balbutie encore malgré tout: la recherche de rentabilité l'a, dans une certaine mesure, emporté sur la prudence, avec les effets que l'on sait.

CHAPITRE 3

Les swaps

L'influence des taux d'intérêt sur la position de liquidité de Dexia à travers son exposition aux dérivés de taux, et singulièrement les accords d'échange (*swaps*), a eu un impact majeur sur la situation d'assèchement de liquidité de début octobre 2011. Il ne s'agit pas de la cause majeure du démantèlement, ni du point de vue interne (on ne peut, en l'état des investigations menées

liquide effecten, die eens maar niet per se altijd rendabel zullen zijn, in de portefeuille te bewaren.

Alle betrokken partijen getuigden in dat verband van een zekere kortzichtigheid: Dexia natuurlijk, maar ook de toezichhoudende overheid, die er niet in geslaagd is in 2009 bij de groep uitdrukkelijk te doen toepassen wat het nieuwe prudentiële regime — geldig vanaf 2018, maar niets belet om er op vooruit te lopen — aanbeveelt wat het beheer van de balansomvang betreft. De reactie van de NBB in augustus 2011 was waarschijnlijk helemaal niet ingegeven door het streven de schuldratio te zien afnemen; feitelijk beschouwd lijkt tot dusver niemand zich daarover zorgen te hebben gemaakt.

5. Conclusie

De analyse werpt de vraag op wat voor de raad van bestuur en de directie van de groep vanaf 2008 de beheersprioriteit is. De overleving veiligstellen moest de absolute prioriteit zijn. Volgens dat criterium werd de balansafbouw met overtuiging voortgezet.

Uit een operationeel oogpunt echter hebben twee obstakels ertoe geleid dat de blootstelling aan staatsschuld in oktober 2011 nog te groot was. Aan de ene kant kon het operationele evenwicht tussen de dochterondernemingen van DCL (Crediop en Sabadell) en DBB (DIB) resulteren in disfuncties en in een te trage deleveraging wat de blootstelling aan staatsschuld betreft. Anderzijds heeft het streven naar een bepaalde rendabiliteit er ook toe geleid dat de redenering kon worden bijgespijkerd toen het nog tijd was (gelet op de potentiële rendabiliteit van het behoud van de staatsobligaties in een rustige periode) en daarna, toen het bijna te laat was (gezien de misgelopen winst bij verkoop in een periode van stress). Met de beste wil van de wereld weten we in dit stadium nog niet hoe de zaken zullen evolueren: wel is al duidelijk dat het streven naar rendabiliteit het tot op zekere hoogte heeft gehaald van de voorzichtigheid, met de bekende gevolgen.

HOOFDSTUK 3

De swaps

De invloed van de rentevoeten op de liquiditeitspositie van Dexia door de blootstelling van de bank aan de rentederivaten, in het bijzonder de transactieakkoorden (*swaps*), heeft een grote impact gehad op de liquiditeitsopdroging van begin oktober 2011. Het is niet de hoofdoorzaak van de ontmanteling, noch intern (in de huidige stand van het onderzoek kan het door de

jusqu'ici, associer le problème de liquidité créé par les *swaps* à des erreurs de gestion spécifiques), ni du point de vue externe (cette problématique est connue et suivie du groupe et des autorités prudentielles, et elle n'explique pas à elle seule la nécessité du démantèlement). Néanmoins, les besoins de liquidités substantiels induits par les *swaps* de Dexia ouverts en octobre 2011 ont certainement contribué dans une large mesure à ce que le problème survienne avec une telle violence.

1. Problématique

Le bilan de DSA est déséquilibré à cause de son *business model*: à l'actif, les engagements de fonds présentent une durée très longue, principalement à cause de l'activité de PWB, tandis qu'au passif, les ressources sont principalement obtenues à court terme, et leurs échéances ne peuvent pas être étendues pour correspondre à celles des actifs financés. Le problème vient principalement de la politique de prêts à très terme menée au sein du pôle français du groupe durant les années de croissance. Ainsi, au mois d'août 2010, la valeur de marché des opérations collatéralisées de maturité supérieure à 2030 s'élevait à 26 % du total pour DBB et 57 % pour DCL. Pour donner une idée de la gravité du problème, les opérations échéant au-delà de 2050 représentent 2,2 % des engagements de DBB mais 7,0 % de DCL. Le poids de ces opérations devra être supporté pendant encore près de 40 ans.

Si un bilan d'une telle structure n'était pas été immunisé contre des variations de taux d'intérêt, une hausse des taux longs (la maturité moyenne des actifs du portefeuille bancaire est proche de 20 ans) résulterait en une baisse de valeur économique de ces actifs d'une magnitude plus forte que la baisse des passifs correspondants. Le fait de laisser les positions sans couverture induirait, au 30 juin 2011, une variation de bénéfice de 13 milliards d'euros à la baisse pour chaque variation à la hausse du taux de référence à long terme en euros (le Bund allemand à 10 ans) de 1 %. Comme pour toute institution financière active dans la transformation des échéances, un tel risque n'est pas tolérable et ne peut pas être laissé sans couverture.

Dans le cadre de ses activités historiques, Dexia a toujours opté pour une stratégie de micro-couverture: pour chaque prêt (obligation ou crédit) accordé, qu'il soit de nature simple ou complexe, le risque de taux est immédiatement immunisé à travers un *swap* permettant au groupe de payer à la contrepartie du *swap* les montants reçus du prêt contre un flux de revenus basé sur le taux de référence à court terme, qui est

swaps verorzaakte liquiditeitsprobleem niet worden geassocieerd met specifieke beheersfouten), noch extern (de groep en de prudentiële autoriteiten kennen het probleem en volgen het op, en het verklaart an sich niet de noodzakelijke ontmanteling). Toch hebben de substantiële liquiditeitsbehoeften als gevolg van de *swaps* die Dexia in oktober 2011 heeft aangegaan, ongetwijfeld in grote mate bijgedragen tot de heftigheid waarmee het probleem zich voordoet.

1. Probleemstelling

De balans van DSA is aan het wankelen gebracht door zijn *business model*: aan actiefzijde zijn de vastleggingen van erg lange duur, hoofdzakelijk als gevolg van de PWB-activiteit, terwijl de middelen aan passiefzijde vooral op korte termijn worden verkregen, en de termijnen daarvan niet mogen worden verlengd om samen te vallen met die van de gefinancierde activa. Het probleem is voornamelijk te wijten aan het beleid van leningen op zeer lange termijn dat de Franse tak van de groep tijdens de jaren van groei heeft gevoerd. In augustus 2010 bedroeg de marktwaarde van de verrichtingen tegen onderpand die aflopen na 2030, 26 % van het totaal voor DBB en 57 % voor DCL. Ter illustratie van de ernst van het probleem: de verrichtingen die verstrijken na 2050 maken 2,2 % uit van de vastleggingen van DBB, maar 7,0 % van die van DCL. Het gewicht van die verrichtingen zal nog zo'n 40 jaar moeten worden getorst.

Mocht de balans van een dergelijke structuur niet zijn ingedekt tegen rentevoetschommelingen, dan zou de stijging van de langetermijnvoeten (de looptijd van de activa in de bankportefeuille bedraagt gemiddeld ongeveer 20 jaar) hebben geleid tot een daling van de economische waarde van die activa die sterker is dan de daling van de overeenkomstige passiva. De niet-afdekking van de posities zou op 30 juni 2011 hebben geresulteerd in een neerwaarts winstverschil van 13 miljard euro voor elk opwaarts verschil van de langetermijnreferentievoet (de Duitse Bund op 10 jaar) in euro met 1 %. Zoals voor elke financiële instelling die zich inlaat met de looptijdtransformaties, is zulks een ontoelaatbaar risico dat niet ongedekt mag blijven.

In het kader van zijn historische activiteit heeft Dexia altijd geopteerd voor een micro-hedging strategie: voor elke toegekende lening (obligatie of krediet), ongeacht of ze eenvoudig of complex is, wordt het renterisico onmiddellijk afgedekt door middel van een *swap* waarmee de groep in ruil voor de *swap* de ontvangen leningbedragen kan betalen tegen een inkomende kasstroom die gebaseerd is op de referentierentevoet op korte termijn,

variable dans le temps (taux flottant).⁷ En contrepartie, les éléments du passif ayant permis de financer le crédit accordé sont également swappés sur le même taux variable. Le but de l'opération est naturellement que le taux reçus sur le *swap* "payeur" (à l'actif) soit supérieur à celui payé sur le *swap* "emprunteur" (au passif). Cette approche est ancrée dans la stratégie d'expansion de bilan affirmée en 2006, car l'objectif avoué était de tirer parti de l'excellent *rating* de Dexia pour générer une marge importante sur les crédits qui, après couverture par les *swaps*, fournissait une rentabilité importante et ce, sur une base quasiment illimitée tant la liquidité, et donc la possibilité pour Dexia de se financer à court terme, était abondante.

Dexia utilisait les services de prestataires externes ou internes, avec dans le second cas le recours au *trading desk* du groupe, afin de constituer ces *swaps*. Le principe a toujours été (1) de mettre sur pied un *swap* avec la contrepartie (interne ou externe) couvrant exactement les flux financiers sous-jacents au prêt ou à l'emprunt, (2) à charge pour ce prestataire de se tourner vers le marché pour couvrir ce *swap* à l'aide d'un contrat standard de taux d'intérêt, le risque résiduel de taux faisant l'objet d'une gestion de risque globale.

L'exemple suivant, tiré d'une transaction réelle interne au groupe, illustre la mécanique typique d'une opération de micro-couverture. Une entité du groupe X a acheté une obligation le 15 mars 2006 pour un montant de 100 millions d'euros de maturité 15 avril 2037 et reçoit un coupon fixe de 4.10 % de l'émetteur. Pour neutraliser le risque de taux, X rentre dans un *swap* de taux d'intérêt avec le *desk* de trading de DBB dans lequel X paie un taux fixe de 4.10 % et reçoit l'EURIBOR 3mois + 0.75 % pour 100 millions d'euros.

Le *desk de trading* de DBB gère à son tour ce risque de taux en réalisant un *swap* 30 ans (15 mars 2036) standard dans le marché, payant un taux fixe de 4,1145 % (taux du marché à ce moment-là) et reçoit EURIBOR 6 mois.

⁷ Le taux de référence a longtemps été le taux interbancaire de la devise de référence à 3 ou 6 mois (EURIBOR pour l'euro) mais, depuis que celui-ci a commencé à intégrer une prime de risque substantielle, le taux de référence est devenu celui des dépôts interbancaires à très court terme (EONIA), qui est nettement plus faible. Bien qu'ayant eu un impact supplémentaire dans les difficultés de Dexia, cette problématique est relativement marginale ici.

die zelf variabel is in de tijd (zwevende voet)⁷. In ruil daarvoor worden de elementen van het passief waarmee het toegekende krediet kon worden gefinancierd, ook gewapt tegen dezelfde zwevende rentevoet. Het doel van de operatie is uiteraard dat de rente die wordt verkregen op de *payer swap* (actiefzijde) hoger is dan de rente die wordt betaald op de *receiver swap* (passiefzijde). Die benadering is verankerd in de in 2006 bevestigde strategie die gericht is op balansexpansie. De uitgesproken bedoeling bestond er namelijk in voordeel te halen uit de uitstekende *rating* van Dexia om een aanzienlijke marge op de kredieten te realiseren. Na afdekking door de *swaps* leverde die marge namelijk een forse rendabiliteit op, en wel op een haast onbeperkte basis, aangezien de liquiditeit van Dexia, en bijgevolg het vermogen van de bank tot zelffinanciering op korte termijn, overvloedig was.

Om die *swaps* samen te stellen deed Dexia een beroep op externe of interne dienstverleners, en maakte in dat laatste geval gebruik van de *trading desk* van de groep. Het principe heeft er altijd in bestaan (1) een *swap* aan te gaan waarbij de (interne of externe) tegenpartij exact de onderliggende financiële stromen van de lening of ontlening dekt, (2) en waarbij het de dienstverlener is die zich tot de markt moet wenden om die *swap* te dekken aan de hand van een standaardrentecontract en het residuele renterisico deel uitmaakt van een globaal risicobeheer.

Het volgende voorbeeld, genomen uit een effectieve interne transactie van de groep, illustreert de typische mechaniek van een micro-*hedging* operatie. Een onderdeel van groep X heeft op 15 maart 2006 een obligatie gekocht voor een bedrag van 100 miljoen euro met vervaldatum 15 april 2037 en ontvangt van de emittent een vaste coupon van 4,10 %. Om het renterisico te neutraliseren stapt X in een *renteswap* met de *trading desk* van DBB, waarbij X een vaste rente van 4,10 % betaalt en de EURIBOR op drie maanden + 0,75 % voor 100 miljoen euro ontvangt.

De *trading desk* van DBB beheert dat renterisico op zijn beurt door een marktgestandaardiseerde *swap* op 30 jaar (15 maart 2036) aan te gaan, waarvoor hij een vaste rente van 4,1145 % (de toen geldende marktrente) betaalt en de EURIBOR op zes maanden verkrijgt.

⁷ Als referentietarief gold lange tijd het interbancaire rentetarief van de referentievaluta op drie of zes maanden (EURIBOR voor de euro), maar sinds daarin een substantiële risicopremie is geïntegreerd, is het referentietarief voortaan dat van de interbankendeposito's op heel korte termijn (EONIA), dat beduidend lager is. Ofschoon dat een extra impact heeft gehad op de moeilijkheden bij Dexia, is die problematiek hier van eerder marginaal belang.

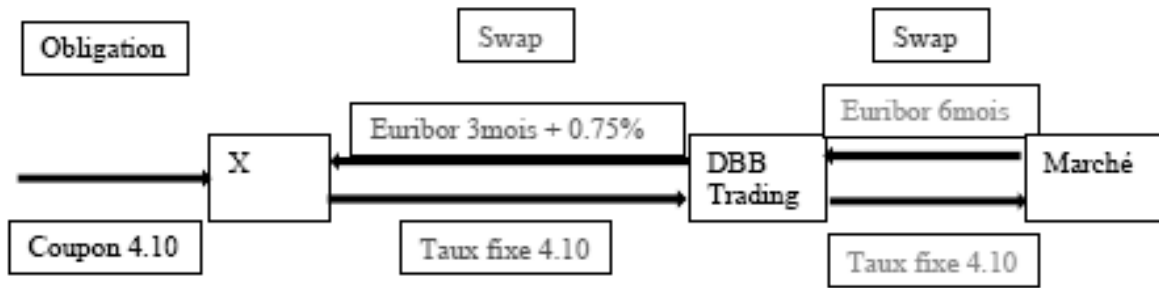
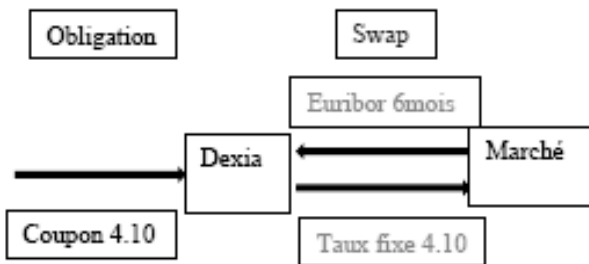


Schéma du swap "interne" de l'exemple

Le swap externe (à droite) est conforme aux standards de marché et couvre une très grande partie du risque d'intérêt ouvert par le swap interne (à gauche), de sorte que seul un risque résiduel marginal doit encore être traité.

Si l'on regarde d'un point de vue consolidé, la construction se résume ainsi vis-à-vis de l'extérieur:



Situation nette de l'exemple

Contrairement à un crédit ordinaire, les principaux risques encourus par les signataires du swap sont moins un risque de pur crédit que le double risque que le contrat ne puisse pas être dénoué facilement (risque de liquidité) et que la partie adverse n'honore pas ses engagements contractuels, rompant de ce fait le contrat de manière unilatérale et laissant la position découverte (risque de contrepartie).

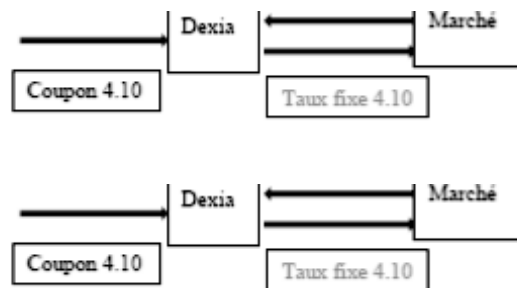
Afin d'éviter ces deux types de risque, un système similaire à celui des chambres de compensation pour les marchés des contrats à terme s'est développé de depuis quelques années.

La pratique de marché veut désormais que tous les swaps de taux d'intérêts sont conclus sous un contrat cadre comprenant une clause d'échange de collatéral (des titres négociables liquides permettant de garantir la compensation des pertes en cas de défaut unilatéral) entre les parties permettant de diminuer les risques de

Schema van de "interne" swap in het voorbeeld

De externe swap (rechts) is in overeenstemming met de marktstandaarden en dekt een heel groot deel van het renterisico dat voortvloeit uit de interne swap (links), zodat nog slechts een marginaal residueel risico moet worden behandeld.

Uit een geconsolideerd oogpunt bekeken, ziet de constructie er naar buiten toe als volgt uit:



Nettosituatie in het voorbeeld

In tegenstelling tot een gewoon krediet, zijn de voornaamste risico's voor de ondertekenaars van de swap minder een louter kredietrisico dan wel het tweevoudige risico dat het contract niet gemakkelijk kan worden beëindigd (liquiditeitsrisico) en dat de tegenpartij haar contractuele verbintenissen niet nakomt en zo het contract feitelijk eenzijdig verbreekt en de positie ongedekt laat (tegenpartijrisico).

Om die twee soorten risico's te voorkomen, is sinds enkele jaren een soortgelijke regeling uitgewerkt als die welke geldt voor de verrekenkamers voor de termijncontractmarkten.

Volgens de marktpraktijk moeten voortaan alle renteswaps worden afgesloten bij een raamovereenkomst die een clause omvat in verband met de uitwisseling van onderpand (waarbij verhandelbare effecten de verliescompensatie kunnen garanderen in geval van eenzijdige ingebrekeblijving) tussen de partijen, op grond waarvan

crédit encouru. À travers ce système, la contrepartie dont la valeur du *Mark-to-market* ou MtM (évaluation du contrat en valeur de marché) du *swap* est négative donne la même contre-valeur en cash à l'autre contrepartie en guise de collatéral.

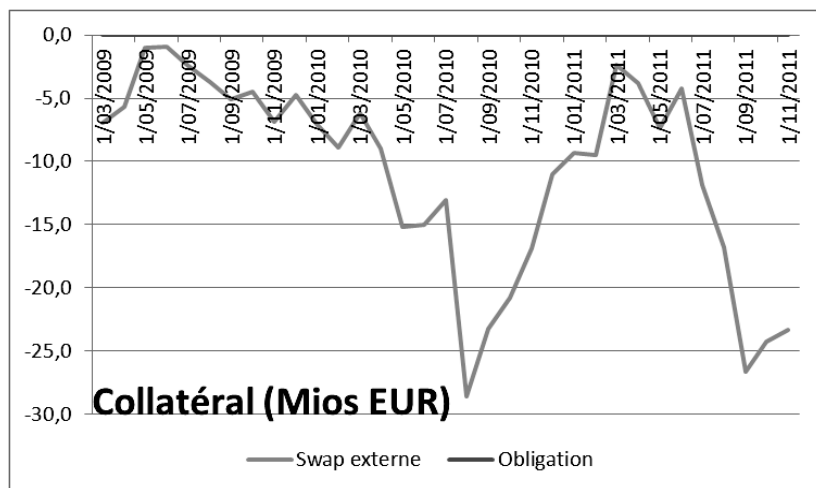
Par contre, pour l'obligation achetée, il n'y a jamais de collatéral échangé avec l'émetteur. Le système induit donc une asymétrie en matière de liquidité, puisque seule l'évolution du *swap* induit un besoin (en cas de perte) ou un surplus (en cas de gain) de liquidité, tandis que le prêt sous-jacent n'induit aucun collatéral jusqu'à échéance, sauf exception.

Dans le cas de Dexia, le problème se pose en cas de baisse des taux à long terme. Le besoin en collatéral de la construction est donc exactement la valeur du *swap* externe et est directement lié à l'évolution des taux d'intérêt. Or, l'un des effets collatéraux de la crise souveraine a été un mouvement exceptionnel de *"flight to quality"* des investisseurs obligataires vers les émetteurs les plus rassurants, en premier lieu desquels le Bund allemand pour la zone Euro. Plus le taux de référence (typiquement, le taux à 20 ans pour Dexia) baissait, plus le besoin de collatéral augmentait. Dans notre exemple, le collatéral a évolué de la manière suivante entre le 1^{er} mars 2009 et le 1^{er} novembre 2011:

het kredietrisico dat men loopt kan worden verminderd. Via die regeling verschaft de tegenprestatie waarvan de *Mark-to-Market* (MtM) — of de waardering van de overeenkomst tegen marktwaarde — van de *swap* negatief is, aan de tegenpartij bij wijze van onderpand dezelfde tegenwaarde in contanten.

Bij een aangekochte obligatie daarentegen wordt met de emittent nooit een onderpand uitgewisseld. De regeling stelt dus asymmetrie inzake de liquiditeit in, aangezien alleen de evolutie van de *swap* een behoefte doet ontstaan (bij verlies) dan wel een saldo (bij winst), terwijl de onderliggende lening op vervaldag, afgezien van een enkele uitzondering, niet tot enig onderpand leidt.

In het geval van Dexia rijst een moeilijkheid bij een daling van de rentevoeten op lange termijn. De behoefte aan collateral bij die constructie is dus precies gelijk aan de waarde van de externe *swap*, en is direct gerelateerd aan de evolutie van de rentevoeten. Een van de neven-effecten van de staatsschuldencrisis was echter een uitzonderlijke verschuiving naar *"flight to quality"* van de beleggers in obligaties naar de meest vertrouwenswekkende emittenten, in de eerste plaats dan de Duitse Bund binnen de eurozone. Hoe sterker de referentierentevoet daalde (gebruikelijkerwijs de Dexia-rentevoet op 20 jaar), hoe meer behoefte aan onderpand ontstond. In ons voorbeeld is het onderpand tussen 1 maart 2009 en 1 november 2011 geëvolueerd als volgt:



Legende: Onderpand (in miljoen euro)
Externe swap obligatie

Évolution temporelle du collatéral de l'obligation et du *swap*. Source: Dexia SA

Au 1^{er} novembre 2011, Dexia (à travers DBB) paie ainsi 24 millions d'euros de collatéral à la contrepartie externe avec qui elle a conclu le *swap*. Il ne s'agit pas d'une perte actée, mais latente puisque le montant du collatéral posté en garantie évolue au fil de la valeur du contrat.

Evolutie in de tijd van het onderpand van obligaties en *swaps*. Bron: Dexia NV

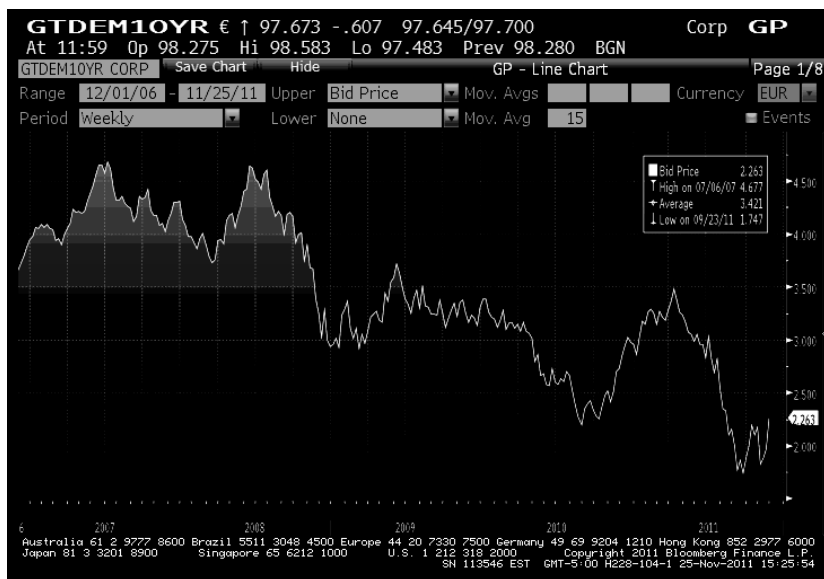
Per 1 november 2011 betaalt Dexia (via DBB) aldus 24 miljoen euro aan de externe tegenpartij waarmee het de *swap* is aangegaan. Het gaat niet om een opgetekend, doch om een latent verlies, aangezien het als waarborg uitgezette onderpandbedrag mee evolueert met de waarde van de overeenkomst.

On peut faire deux constatations par rapport à la situation née de cette stratégie:

— Une première alerte sérieuse avait déjà eu lieu avant le mois d'août 2011. Le taux du Bund allemand à 10 ans avait plongé de manière significative en août 2010 pour atteindre le niveau de 2,13 % le 30 août 2010. Un scénario de stress de liquidité important s'était donc déjà produit. Cependant, il n'existe pas de précédent dans les niveaux atteints au cours des semaines qui ont précédé le démantèlement de Dexia. Ainsi, le graphique suivant illustre l'évolution temporelle du taux de référence depuis 2006. Il montre évidemment une forte similitude avec l'évolution du collatéral du graphique précédent, mais indique également que le rendement à échéance de l'obligation de référence à 10 ans émise par l'État allemand a atteint son minimum le 23/9/2011 avec une valeur de 1,75 %, soit plusieurs dizaines de point de base en-dessous de l'inflation actuelle, induisant un taux réel négatif.

In verband met de uit die strategie ontstane situatie kunnen twee zaken worden vastgesteld:

— Een eerste, ernstige waarschuwing was er al vóór augustus 2011 gekomen. De rente van de Duitse Bund op 10 jaar was in augustus 2010 significant gedaald en kwam op 30 augustus 2010 uit op 2,13 %. Er was dus al een scenario ontstaan waarbij de liquiditeit fors onder druk stond. Toch bestaan er geen precedents met percentages als die welke werden bereikt in de weken die voorafgingen aan de ontmanteling van Dexia. Aldus illustreert de volgende grafiek de evolutie in de tijd van de referentierentevoet sinds 2006. Vanzelfsprekend vertoont die grafiek een sterke gelijkenis met de in de vorige grafiek vervatte evolutie van het onderpand, maar geeft tevens aan dat het rendement op vervaldag van de door de Duitse Staat uitgegeven referentieobligatie op 10 jaar op 23 september 2011 haar laagste waarde van 1,75 % heeft bereikt; dat percentage ligt tientallen basispunten onder het huidige inflatiepeil, zodat het rentepeil negatief uitvalt.



Évolution du taux de l'obligation souveraine de l'État Allemand de référence. Source: Bloomberg

— La taille du notionnel des dérivés de taux dans une situation de micro-couvertures, même en l'absence d'une activité de trading propriétaire ("*prop trading*") comme c'est le cas de Dexia depuis 2008, peut être très nettement plus élevée que la taille du bilan du groupe; s'agissant d'une stratégie de *micro-hedging* systématique, tous les postes de l'actif et du passif présentant un risque de taux sont couverts par des *swaps*. En outre, à

Evolutie van het tarief van de Duitse referentie-staatsobligatie. Bron: Bloomberg

— De omvang van het notionele uitstaande bedrag van de tariefderivaten in een context van micro-hedgings, zelfs wanneer geen sprake is van handel in effecten voor eigen rekening (de zogenaamde "*proprietary trading*"), zoals dat bij Dexia sinds 2008 het geval was, kan aanzienlijk groter zijn dan de omvang van de balans van de groep; in een strategie waarbij systematisch aan *micro-hedging* wordt gedaan, worden alle posten van

chaque fois qu'une entité du groupe désire couvrir son exposition, elle a le choix entre un prestataire externe et le prestataire interne, à savoir le desk de trading des dérivés, qui travaille au coût du marché. Dans le second cas, la même opération sera swappée deux fois (une fois en intra-groupe, une fois vis-à-vis de l'extérieur), comme l'illustre l'exemple plus haut. Enfin, le desk de dérivés est également prestataire de services vis-à-vis d'une clientèle extérieure, et là aussi toute opération est effectuée en double. Dans ce dernier cas de figure, l'opération est évidemment neutre au niveau de la trésorerie. Les *swaps* en *trading* pur représentent environ 40 % de la production totale du groupe.

Il n'est donc pas surprenant, par rapport à la remarque précédente, que l'encours notionnel des dérivés de taux de Dexia soit de l'ordre d'un peu moins du triple de la taille de son bilan: 292 % en 2008 (1 900 milliards d'euros / 651 milliards d'euros), 268 % en 2009 (1 550 milliards d'euros / 578 milliards d'euros) et 265 % en 2010 (1 500 milliards d'euros / 567 milliards d'euros).

2. Évolution lors de la crise souveraine

L'évolution de l'encours des dérivés de taux a naturellement, vu les constatations précédentes, suivi de très près celle du bilan, à savoir une diminution de l'ordre de 20 % entre 2008 et 2011. Il s'agit principalement d'un "stock" de *swaps*, puisque tout engagement sur le long terme doit demeurer couvert pendant toute la durée du prêt. Il n'existe pas de vision consolidée de la production de *swaps* en temps réel pour l'ensemble du groupe (cette vision est disponible à travers la variation des encours dans les comptes trimestriels), mais le graphique suivant reprend l'évolution de la nouvelle production de *swaps* de taux par le desk de dérivés, qui est assez représentatif de l'évolution d'ensemble.⁸

⁸ Le pic du premier trimestre 2010 s'explique par le deleveraging du portefeuille Japonais qui a résulté en une assignation des *swaps* correspondants au *desk de trading*; il ne s'agit donc pas d'une augmentation de la production nette.

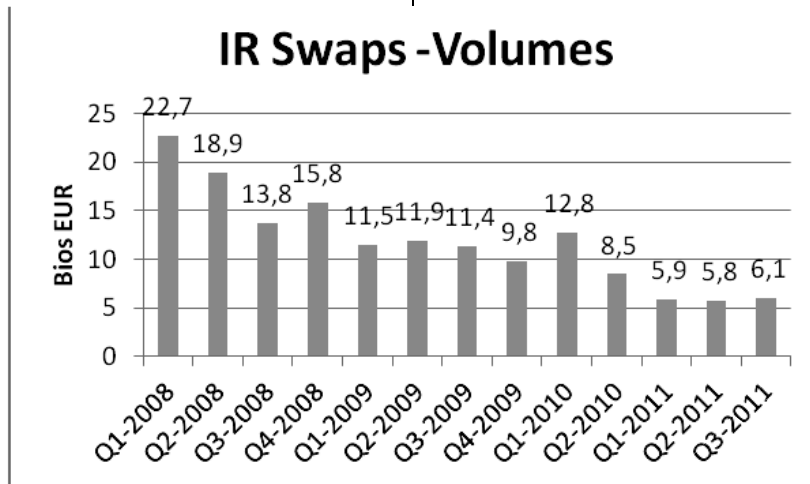
het actief en van het passief die een tarief risico inhouden, afgedekt door *swaps*. Telkens wanneer een onderdeel van de groep zijn risico wil afdekken, kan het kiezen tussen een externe dan wel een interne tegenpartij, met name de derivatentrading desk, die tegen marktprijzen werkt. In het tweede geval zal dezelfde operatie tweemaal worden geswapt (eenmaal binnen de groep zelf en eenmaal ten aanzien van een externe partij), zoals het voormelde voorbeeld aangeeft. Ten slotte treedt de derivatendesk tevens op als dienstverlener ten aanzien van een extern cliënteel; ook op dat niveau wordt elke operatie tweemaal uitgevoerd. In het laatste geval is de operatie uiteraard thesauriëneutraal. De loutere *trading swaps* zijn goed voor ongeveer 40 % van de volledige productie van de groep.

In het licht van de voorgaande opmerking wekt het dus geen verwondering dat het notionele uitstaande bedrag van de tariefderivaten van Dexia iets minder dan het drievoud bedraagt van zijn balanstotaal, met name 292 % in 2008 (1 900 miljard euro / 651 miljard euro), 268 % in 2009 (1 550 miljard euro / 578 miljard euro) en 265 % in 2010 (1 500 miljard euro / 567 miljard euro).

2. Evolutie tijdens de staatsschuldencrisis

Gezien de voorgaande vaststellingen spreekt het vanzelf dat het uitstaande bedrag van de tariefderivaten de evolutie van de balans op de voet heeft gevolgd; dat bedrag is in de periode 2008 – 2011 dan ook met 20 % gedaald. Het gaat voornamelijk om een "voorraad" aan *swaps*, aangezien elke langetermijnverbintenis gedurende de looptijd van de lening afgedekt moet blijven. Er bestaat weliswaar geen geconsolideerd overzicht van de *swapp*productie in real time voor de hele groep (dat overzicht kan worden verkregen aan de hand van de schommelingen van de uitstaande bedragen in de driemaandelijke rekeningen), maar de volgende grafiek geeft de evolutie weer van de nieuwe productie van tarief*swaps* door de derivatendesk; dat beeld is vrij representatief voor de evolutie van het geheel.⁸

⁸ De piek in het eerste kwartaal van 2010 kan worden verklaard door de deleveraging van de Japanse portefeuille, die is uitmond in de toewijzing van de betrokken *swaps* aan de *trading desk*; er is dus geen sprake van een stijging van de nettoproductie.

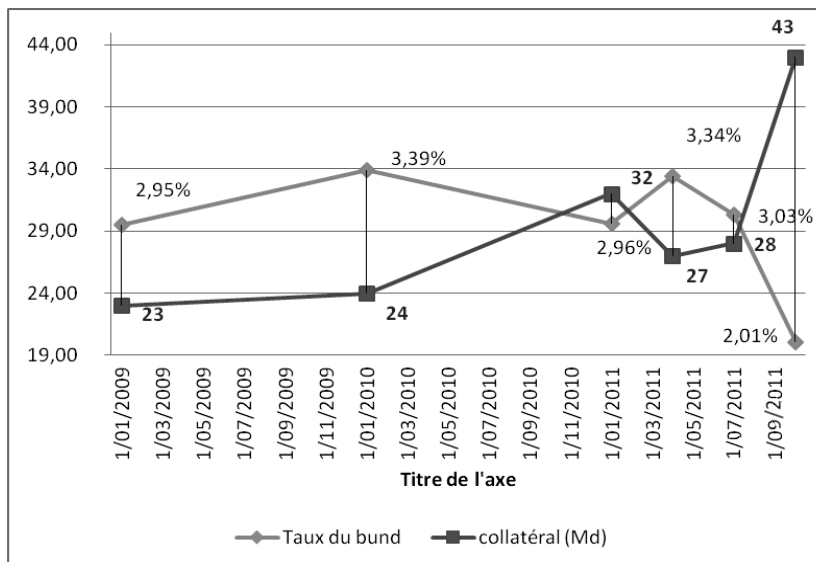


Évolution trimestrielle de la production nette de swaps au niveau trading. Source: Dexia SA

Si la production a diminué, le stock de swaps hérité du passé est resté très élevé (environ 1 500 milliards d'euros). Le besoin de collatéral lié à une baisse des taux d'intérêts est donc resté très présent. Dans le cas de Dexia, une variation de 1 point de base (= 0,01 %) du taux de référence à long terme résulte en un besoin supplémentaire de collatéral de 132 millions d'euros. L'évolution depuis décembre 2008 a été la suivante:

Kwartaalverloop van de nettoproductie van swaps op tradingniveau. Bron: Dexia NV

De productie is weliswaar afgenomen, maar de uit het verleden overgeërfde swapsvoorraad is zeer groot (ongeveer 1 500 miljard euro). De aan de daling van de rentevoeten gerelateerde onderpandbehoefte is dus zeer reëel gebleven. In het geval van Dexia geeft een schommeling van 1 basispunt (= 0,01 %) van de referentierentevoet op lange termijn aanleiding tot een bijkomende behoefte aan collateral van 132 miljoen euro. De evolutie sinds december 2008 ziet er als volgt uit:



Legende:
 rente van de Bund
 — onderpand (mld)

Évolution conjointe du collatéral et du taux de référence. Sources: Dexia SA, Bloomberg

La dépendance négative du collatéral par rapport au taux est manifeste à partir de 2010. Les observations

Gezamenlijke evolutie van het onderpand en van de referentierentevoet. Bronnen: Dexia NV en Bloomberg

De negatieve afhankelijkheid van het onderpand ten opzichte van de rentevoet is duidelijk vanaf 2010. Uit de kwartaalwaarnemingen voor 2011 blijkt dat (i) die

trimestrielles pour 2011 montrent (i) que cette corrélation est très forte, et (ii) que l'évolution du besoin de collatéral a tendance à augmenter pour des niveaux de taux d'intérêt similaires. Cette dernière constatation provient évidemment du fait que ce n'est pas un seul taux qu'il faut examiner pour déterminer ce besoin de collatéral, mais bien toute la courbe. Les taux d'intérêt à très long terme ont fortement baissé, au-delà du taux à dix ans, ce qui explique ce comportement de plus en plus dommeable pour Dexia.

Dexia a adapté sa méthodologie d'analyse du risque de liquidité lié au collatéral en juin 2010. Précédemment, la valeur de risque de référence était liée à une Valeur-au-Risque (VaR) utilisant un intervalle de confiance de 10 % sur 20 jours, et aboutissait à une provision de liquidité pour le collatéral de l'ordre de 3,5 milliards d'euros sur base mensuelle. Durant la crise de 2008, l'accroissement de ce besoin s'est chiffré à 10 milliards d'euros en quelques semaines. Suite à la pression de la CBFA (mission Thuysbaert) et à une étude interne de Dexia, les stress tests internes de taux d'intérêt ont été revus au 30 juin 2010. Ceux-ci se sont désormais basés sur une VaR à 99 %/10 jours, soit une hypothèse nettement plus conservatrice.

3. Solutions potentielles

3.1 Le macro-hedging

L'alternative la plus crédible au "micro-hedging" exploité par Dexia consisterait à agréger l'ensemble des positions actives et passives d'une entité ou du groupe, à compenser les risques éventuels ("netting"), et à ne couvrir que le solde sur le marché à l'aide d'un nombre limité de swaps. En matière de risque de taux, si l'opération est effectuée avec habileté, le résultat est largement similaire à la solution mise en œuvre au sein du groupe. Par contre, en termes de risque de liquidité, le besoin de collatéral s'en trouve très nettement réduit grâce au fait que les positions superflues sont compensées en interne par le processus de réconciliation des risques, et donc l'encours vers l'extérieur présente un notionnel nettement plus faible.

Cette solution est, posons-le d'emblée, la plus attractive et la plus crédible afin de résoudre le problème de Dexia en la matière. Elle a d'ailleurs, semble-t-il, déjà été évoquée par le passé. Néanmoins, elle se heurte à un grand nombre de difficultés opérationnelles, parmi lesquelles:

corrélation zeer sterk is en (ii) de evolutie van de behoefte aan onderpand de neiging vertoont te stijgen voor vergelijkbare rentevoetniveaus. Die laatste vaststelling vloeit uiteraard voort uit het feit dat men, om die behoefte aan onderpand te bepalen, niet één enkele rentevoet moet onderzoeken maar de hele curve. De rentevoeten op zeer lange termijn zijn fors gedaald, boven de rentevoet op tien jaar. Dat verklaart dit almaar schadelijker gedrag voor Dexia.

Dexia heeft zijn methodologie om het aan het onderpand gerelateerde liquiditeitsrisico te analyseren in juni 2010 aangepast. Voordien was de referentierisicowaarde gekoppeld aan een *Value at Risk* (VaR) die gebruik maakte van een betrouwbaarheidsinterval van 10 % op 20 dagen en leidde ze tot een liquiditeitsprovisie voor het onderpand van ongeveer 3,5 miljard euro op maandbasis. Tijdens de crisis van 2008 is de toename van die behoefte in enkele weken tijd opgelopen tot 10 miljard euro. Onder druk van de CBFA (opdracht-Thuysbaert) en van een intern onderzoek van Dexia werden de interne stresstests inzake rentevoeten op 30 juni 2010 herzien. Voortaan zijn ze gebaseerd op een risicolopende waarde van 99 % op 10 dagen. Dat is een veel meer behoudsgezinde hypothese.

3. Mogelijke oplossingen

3.1 Macro-hedging

Het meest geloofwaardige alternatief voor de door Dexia aangewende *micro-hedging*, zou erin bestaan alle actieve en passieve posities van een entiteit of van de groep samen te voegen, de eventuele risico's ("netting") te compenseren en alleen maar het marktsaldo te dekken met een beperkt aantal swaps. Wat het renterisico betreft, is het resultaat, als er behendig tewerk wordt gegaan, grotendeels vergelijkbaar met de oplossing waarin de groep zelf heeft voorzien. Wat daarentegen het liquiditeitsrisico betreft, wordt de behoefte aan collatéral daardoor sterk verminderd, doordat de overbodige posities intern worden gecompenseerd door het proces van de onderling afgestemde risico's, en het bedrag van de uitstaande schuld bijgevolg veel lager ligt.

Het zij van meet af aan duidelijk dat dit de aantrekkelijkste en geloofwaardigste oplossing is om het desbetreffende probleem van Dexia op te lossen. Die oplossing zou naar verluidt in het verleden ook al te berde zijn gebracht. Toch stoot een en ander op heel wat operationele moeilijkheden, waaronder:

— de complexe aard van de te dekken risico's, onder

— complexité des risques à couvrir, notamment avec le stock de crédits structurés dont DCL et ses filiales se sont faites une spécialité par le passé;

— multiplication des entités nécessitant une consolidation préalable, ce qui implique des coûts de coordination et de centralisation supplémentaires par rapport à la situation du groupe;

— nécessité d’instaurer une culture de sophistication de la gestion des positions, peu compatible avec le choix posé de réduction des activités de marché menée depuis 2008;

— coût opérationnel de la mise en place de l’équipe. Il ne faut pas négliger que, sur l’ensemble des institutions financières de grande taille, seules celles qui ont (ou ont eu) une activité importante de banque d’investissement sont en mesure d’entretenir une “écurie” de spécialistes avec succès.

En outre, s’il faut être de bon compte, l’éventualité d’un choc majeur sur la liquidité induite par les besoins de collatéral de Dexia a longtemps présenté la même vraisemblance que la crise souveraine elle-même: il était relativement difficile d’imaginer, lorsque le tandem Mariani-Dehaene ont repris les rênes du groupe en 2008, que la problématique des swaps pèserait à ce point sur les besoins de liquidité du groupe, c’est-à-dire que les taux longs du Bund allemand (et non des autres émetteurs souverains de haute qualité) connaîtrait une telle chute au pire des moments. Certes, cela peut être évoqué dans des stress tests de liquidité, mais sans doute économiquement pas au point d’opérer un changement drastique dans l’organisation des opérations de gestion de risque de taux à une époque où le plan de transformation impose de réduire les coûts et de cesser les opérations pour compte propre.

meer met de voorraden gestructureerde kredieten waarin DCL en zijn filialen zich in het verleden hebben gespecialiseerd;

— de wildgroei aan entiteiten, waardoor eerst een consolidatie noodzakelijk is, wat bijkomende coördinatie- en centralisatiekosten meebrengt ten opzichte van de situatie van de groep;

— de noodzaak om te voorzien in een meer gesofisticeerde cultuur van positiebeheer, die weinig spoort met de sinds 2008 aangehouden keuze om de marktactiviteiten te beperken;

— de operationele kosten voor de samenstelling van het team. Men mag niet vergeten dat, van alle grote financiële instellingen, alleen zij die er een belangrijke activiteit als investeringsbank op nahouden of nahielden, in staat zijn een keur van specialisten met succes te onderhouden.

Maar laten we wel wezen: de kans dat de behoeften aan collateral van Dexia een zware schok veroorzaken op het niveau van de liquiditeiten, is lange tijd even waarschijnlijk geweest als de staatsschuldencrisis zelf: het was vrij moeilijk in te denken dat, toen het duo Mariani-Dehaene in 2008 het roer van de groep overnam, het swapvraagstuk zo zwaar zou wegen op de liquiditeitsbehoeften van de groep en, anders gezegd, dat de langetermijnrente van de Duitse Bund (en niet van andere hoogwaardige soevereine emittenten) op het slechtst denkbare ogenblik zo fors zou zakken. In de liquiditeitstresstests kan zulks weliswaar ter sprake komen, maar economisch gezien zeker niet in zodanige mate dat de organisatie van de operaties inzake renterisicobeheer ingrijpend wordt gewijzigd, net wanneer het transformatieplan aanstuurt op kostenbeperking en stopzetting van verrichtingen voor eigen rekening.

Dès lors, cette solution ne paraît pas réaliste dans le contexte post-2008. En ce qui concerne la période précédente, il ne paraît pas non plus imaginable que Dexia se fût imposé un changement d'organisation de sa politique de couverture de taux alors que le risque de liquidité était largement ignoré dans l'ensemble de la stratégie. Non pas qu'une telle organisation n'eût pas été judicieuse, mais tout simplement elle n'aurait pas cadré avec la stratégie d'expansion du groupe décidée en 2006 et ses hypothèses de liquidité et de qualité de crédit de Dexia sous-jacentes à cette politique.

3.2 Les alternatives aux swaps

Il y a deux moyens de sortir des couvertures existantes afin de réduire substantiellement, voire d'éliminer le risque de liquidité lié au besoin de collatéral: clôturer prématurément les positions, ou les remplacer par d'autres instruments de couverture moins gourmands en liquidités.

3.2.1 Le recours à d'autres instruments

Le risque auquel Dexia est confronté lors de ses opérations de transformation d'échéances est celui de la hausse des taux longs; c'est la raison pour laquelle le groupe s'engage dans des *swaps* payeurs. Une couverture optionnelle permettant d'éliminer le risque de hausse des taux longs tout en gardant la possibilité de gagner sur la position en cas de baisse des taux consiste en l'acquisition d'options d'achat sur les *swaps*, connus sous le nom de *swaptions* payeurs. L'idée est simple: plutôt que de rentrer directement dans un *swap*, le groupe achète l'option de rentrer dans ce *swap* à un taux fixé à l'avance. Si le taux d'intérêt augmente, cette option devient intéressante: son exercice implique de payer un taux fixe inférieur à celui du marché. Si les taux baissent en revanche, le *swap* ne présente pas d'intérêt et l'option expire sans valeur.

A priori, cette idée est séduisante. Cependant elle se heurte à deux problèmes insolubles pour le cas de Dexia.

D'une part, la profondeur du marché. Dexia doit couvrir une position nominale supérieure à 1 500 milliards d'euros. Considérant la compensation des positions de trading et celle des passifs, on peut estimer que la taille du notionnel à couvrir se monte au minimum à 400 milliards d'euros. Or, si la taille du marché des *swaps* en notionnel se montait en 2011 à 442 000 milliards USD, soit plus de mille fois le montant à couvrir, la taille totale du marché des options de taux — tous types d'options confondus — ne se monte "que" à

Die oplossing lijkt dan ook niet realistisch in het post-2008-tijdperk. Wat de voorafgaande periode betreft, lijkt het eveneens ondenkbaar dat Dexia zichzelf ertoe zou verplichten zijn rentedekkingsbeleid te herorganiseren, terwijl het liquiditeitsrisico binnen de strategie grotendeels uit het oog verloren was. Niet dat een dergelijke organisatie onverstandig geweest zou zijn, maar gewoon omdat dat niet zou hebben gestrookt met de expansiestrategie waartoe de groep in 2006 had beslist, noch met de hypothesen inzake liquiditeit en kredietkwaliteit van Dexia die aan dat beleid ten grondslag lagen.

3.2 Alternatieven voor swaps

Er zijn twee manieren om af te stappen van de huidige dekkingen om het liquiditeitsrisico dat met de behoefte aan collateral gepaard gaat, drastisch te verminderen of zelfs helemaal weg te werken: de posities voortijdig afsluiten, of ze vervangen door andere dekkingsmiddelen die minder liquiditeiten vereisen.

3.2.1 Gebruik van andere instrumenten

Bij zijn looptijdtransformatieverrichtingen wordt Dexia blootgesteld aan het risico van een stijging van de langetermijnrente. Om die reden gaat de groep payer *swaps* aan. Bijkomende dekking waarbij het risico van de langetermijnrentestijging kan worden vermeden en winst op de rentepositie bij een rentedaling tegelijkertijd mogelijk blijft, bestaat in de verwerving van aankoopopties op de *swaps*, ook *payer swaptions* genoemd. Het idee is eenvoudig: in plaats van direct een *swap* te sluiten, koopt de groep de optie om die *swap* aan te gaan tegen een vooraf bepaalde rente. Stijgt de rente, dan blijkt die optie interessant: bij de uitoefening van de optie wordt immers een lagere rente betaald dan de marktrente. Daalt de rente daarentegen, dan is de *swap* niet interessant en loopt de optie zonder waarde af.

Op het eerste gezicht is het werken met opties aantrekkelijk. In het geval van Dexia duiken evenwel twee onoverkomelijke problemen op.

In de eerste plaats speelt de marktdiepte. Dexia moet een nominale positie dekken van meer dan 1 500 miljard euro. Rekening houdend met de compensatie van de tradingposities en van de passiva kan de omvang van het te dekken notionele bedrag worden geraamd op minstens 400 miljard euro. Als de omvang van de *swap*markt naar notionele waarde in 2011 evenwel opliep tot 442 000 miljard USD, met andere woorden ruim duizend keer meer dan het te dekken bedrag, bedraagt de totale omvang van de markt van de renteopties —

56 000 milliards USD¹. Considérant que les principaux instruments sont les *caps*, *floors* et *swaptions*, la taille de ce dernier marché ne serait qu'une cinquantaine de fois celle des besoins de couverture de Dexia: un marché bien trop peu profond pour y traiter sans qu'un effet prix important ne pénalise fortement le groupe.

Bien sûr, Dexia pourrait opter pour ne couvrir qu'une partie de son exposition. C'est là que survient le second problème. Le coût d'une telle option est effectivement élevé, surtout en temps de crise. Sur base annuelle, le coût de la couverture par l'achat d'une option d'un an sur un *swap* payeur de 10 ans oscille entre 2 et 4 % du notionnel, suivant la volatilité du taux sous-jacent. Si Dexia recourait à cette approche de manière systématique, cela lui coûterait donc plusieurs milliards d'euros par an; bien entendu, un certain nombre d'options ne seraient pas systématiquement exercés, permettant au groupe de réaliser des profits. Néanmoins, il est concevable que dans le cadre d'une gestion rigoureuse et conservatrice de sa gestion *profit and loss* (P&L), il n'aurait pas été considéré comme cohérent de la part du management de Dexia de s'engager dans cette voie afin de spéculer sur une éventuelle baisse des taux d'intérêt au prix d'un coût annuel de plusieurs centaines de millions, voire de milliards d'euros.

3.2.2 La clôture des positions

Une solution radicale à la problématique de la liquidité consiste à clôturer prématurément les positions présentant le *mark-to-market* le plus problématique et les remplacer, éventuellement, pas des nouveaux swaps négociés à un taux payeur (fixe) plus faible.

Naturellement, le fait de fermer un *swap* induit une prise en résultat immédiate de la valorisation du *swap* qui, rappelons-le, a été initialement conclu à coût nul. Si la valeur du marché est négative, cela induit de transformer la perte latente, garantie par le collatéral, en perte actée, avec le transfert du collatéral à la contrepartie. Bien que cette stratégie permette d'alléger le besoin ultérieur de liquidité du *swap* clôturé, elle implique de prendre sa perte immédiatement, et cela pèse sur le profit and loss (profit and loss (P&L)).

Un précédent célèbre permet de comprendre le danger que représente cette stratégie. Il s'agit du cas de MG Corporation, filiale de Metallgesellschaft AG qui, en 1993, avait vendu à terme de 5 à 10 ans l'équivalent de 200 millions de barils de pétrole à ses clients (position

¹ Voir Banque des Règlements Internationaux (2011), <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt21a21b.pdf>

ongeacht het type — “slechts” 56 000 miljard USD¹. Ermee rekening houdend dat *caps*, *floors* en *swaptions* de belangrijkste instrumenten zijn, zou de omvang van die laatste markt slechts ongeveer vijftig keer kleiner zijn dan het door Dexia te dekken bedrag: die markt is dus helemaal niet diep genoeg om er handel te drijven zonder dat een aanzienlijk prijseffect de groep ernstig nadeel zou berokkenen.

Uiteraard zou Dexia ervoor kunnen kiezen om het blootstellingsrisico slechts gedeeltelijk te dekken. Hier duikt het tweede probleem op. Die keuze heeft een hoge kostprijs, vooral in crisistijd. Op jaarbasis schommelt de kostprijs van de dekking door de aankoop van een eenjarige optie op een tienjarige *payer swap* tussen 2 en 4 % van het notionele bedrag, naar gelang van de volatiliteit van de onderliggende rentevoet. Ingeval Dexia stelselmatig voor die benadering zou kiezen, zou dat de bank dus miljarden euro per jaar kosten; uiteraard zou een bepaald aantal opties niet systematisch worden uitgeoefend, waardoor de groep winst zou kunnen boeken. Niettemin is het aanvaardbaar te stellen dat het, in het raam van een rigoureu en behoudsgezin *profit and loss*-beheer (P&L), niet coherent vanwege het Dexia-management zou zijn geweest om voor dat spoor te kiezen, met de bedoeling te speculeren op een eventuele daling van de rentevoeten, tegen een jaarlijkse kostprijs van ettelijke miljoenen of zelfs miljarden euro.

3.2.2 Afsluiten van posities

Het liquiditeitsvraagstuk zou radicaal kunnen worden opgelost door de posities met de meest problematische *mark to market*-waarde vroegtijdig af te sluiten en eventueel te vervangen door nieuwe *payer swaps* met een lagere (vaste) rente.

Wanneer een *swap* wordt aangegaan, wordt de waardering van de *swap*, die overigens aanvankelijk tegen een nulcostprijs werd gesloten, direct in de resultaten verrekend. Als de marktwaarde negatief is, wordt het — door het onderpand waarborgde — latente verlies getransformeerd in geboekt verlies, waarbij het onderpand naar de tegenpartij wordt overgedragen. Hoewel met die strategie de verdere liquiditeitsbehoefte voor de afgesloten *swap* kan worden afgezwakt, moet ook het verlies onmiddellijk worden genoteerd, wat dan weer weegt op de resultatenrekening (*profit and loss* (P&L)).

Het gevaar van een dergelijke strategie kan het best worden uitgelegd aan de hand van een berucht precedent. Het gaat met name om MG Corporation, een dochteronderneming van Metallgesellschaft AG die in 1993 was overgegaan tot de termijnverkoop (op 5 à

¹ Zie Bank for International Settlements (2011), <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt21a21b.pdf>

courte), et s'était couverte en prenant des positions longues sur des contrats à terme négociables sur le pétrole et en faisant rouler ces positions à travers le temps. Suite à la baisse des cours, le besoin de collatéral sur la position longue se faisait de plus en plus insupportable au niveau de la trésorerie, car le gain latent sur la position courte n'était jamais encaissé. MG a fini par clôturer ses positions et devenir totalement exposée au risque de hausse du prix du baril. Mal lui en prit car à ce moment les cours se remirent à monter, annihilant les gains potentiels sur la vente à terme. Le total des pertes liées aux appels de marge s'est monté à 1,26 milliards de USD, menaçant *Metallgesellschaft* de la faillite pure et simple en 1993 et créant un scandale retentissant en Allemagne. On peut comprendre que Dexia n'ait pas voulu courir le risque de se retrouver, *mutatis mutandis*, dans une situation similaire.

Par ailleurs, la CBFA puis la Banque nationale de Belgique se sont penchées sur la question, car la problématique du risque de liquidité induite par la position en dérivés de taux était bien connue des régulateurs. La CBFA a ainsi consacré une mission d'inspection "Thuisbaert" sur la gestion des appels de marge initiée en juin 2010 et conclue en février 2011, qui pointait le problème, et recommandait (sur l'aspect liquidité) de revoir le buffer de liquidité en fonction des risques. La mission pointait aussi la nécessité de renforcer le suivi opérationnel, mais mentionnait que les projets en cours et le reporting opérationnel étaient adéquats. Parallèlement à cela, le groupe Dexia a lui-même procédé à sa propre étude à partir de juin 2010. Le groupe de travail avait pointé que le collatéral lié aux opérations en cours (et donc suivant la politique de *deleveraging* poursuivie) n'aboutirait à être réduit de moitié qu'après 10 ans. Les deux conclusions, qui rejoignent la nôtre, sont identiques: cet héritage mécanique du passé, épée de Damoclès suspendue au-dessus du groupe depuis 2008, ne pouvait pas être réduit autrement que par la suppression du risque sous-jacent, à travers le *deleveraging* d'instruments non-éligibles², analysé par ailleurs.

² Naturellement, la revente d'instruments pouvant servir de collatéral n'aurait servi à rien dans le cas d'espèce, bien au contraire, puisque cela aurait réduit la disponibilité de ce collatéral dans une mesure plus importante que la réduction de besoin de collatéral induite par la disparition du swap.

10 jaar) van het equivalent van 200 miljoen vaten olie aan haar klanten (*short*-posities). Daarbij had de onderneming zich ingedekt door *long*-posities in te nemen op olietermijncontracten, waarbij die posities na verloop van tijd werden doorgerold. Na de koersdaling moest de onderneming almaar meer onderpand verschaffen voor zijn *long*-posities, waardoor ze het financieel al te krap kreeg: de latente winst op de *short*-posities werd namelijk nooit geïncasseerd. Uiteindelijk besliste MG Corporations haar posities te sluiten, met een totale blootstelling aan het risico van stijgende olieprijs tot gevolg. Die beslissing zou MG Corporations nog zuur opbreken, want uitgerekend op dat moment begonnen de koersen te stijgen en aldus misliep de onderneming elke potentiële winst op termijnverkoop. In totaal stegen de verliezen als gevolg van de margeopvragingen tot 1,26 miljard USD. Daardoor belandde *Metallgesellschaft* AG in 1993 op de rand van het failliet, wat in Duitsland leidde tot een schandaal dat veel weerklank kreeg. Het valt te begrijpen dat Dexia niet het risico wou lopen *mutatis mutandis* in een gelijkaardige toestand terecht te komen.

Overigens hebben eerst de CBFA en daarna de Nationale Bank van België zich over dit vraagstuk gebogen, want de regulatoren waren perfect op de hoogte van het liquiditeitsrisico als gevolg van de rentederivaatposities. Aldus voerde de CBFA van juni 2010 tot in februari 2011 de zogenaamde inspectieopdracht "Thuisbaert" uit, naar het beheer van de margeopvragingen. Die inspectie bracht het probleem aan het licht en wat het liquiditeitsaspect betreft, werd aanbevolen de liquiditeitsbuffer aan te passen aan de risico's. Voorts werd gewezen op de noodzaak van een verder doorgedreven operationele *follow-up*, maar tegelijk werden de lopende projecten en de operationele reporting adequaat bevonden. Parallel daarmee heeft de Dexia-groep vanaf juni 2010 een eigen onderzoek gevoerd. Volgens de werkgroep zou de behoefte aan onderpand met betrekking tot de lopende transacties (en dus overeenkomstig het gevoerde beleid van *deleveraging*) pas na tien jaar op de helft terugvallen. De twee conclusies — die ook wij hebben getrokken — zijn eensluidend: die "mechanische" erfenis van het verleden hangt sinds 2008 als een zwaard van Damocles boven Dexia en kon alleen maar worden verlicht door de afwending van het onderliggende risico, via de elders geanalyseerde *deleveraging* van niet in aanmerking komende instrumenten².

² Uiteraard zou de doorverkoop van instrumenten die tot zekerheid kunnen dienen, in dit geval niet hebben geholpen. Integendeel, daardoor zou het beschikbare onderpand nog beperkter geweest zijn dan het nog steeds benodigde onderpand na de verdwijning van de swaps.

3.3 La réduction de la taille du bilan

DSA a pu utiliser les nouveaux développements sur le marché des swaps pour réduire le problème de la taille du bilan. En effet, du fait de la politique de micro-hedging, beaucoup de *swaps* payeurs et receveurs ont été accumulés. Or, leur *mark-to-market* (MtM) est au bilan (actif si positif, passif sinon), et la réglementation prudentielle interdit de netter (compenser) les positions. Dexia a utilisé trois techniques depuis 2010 pour tenter de contribuer à la réduction de la taille de bilan.

3.3.1 SwapClear

La *clearing house* (chambre de compensation) de *SwapClear* permet de netter les *swaps* entre ses membres. Cela permet donc de faire disparaître une partie des *swaps*.

La décision de recourir à *SwapClear* a été prise en octobre 2010, à la suite de l'étude interne mentionnée plus haut. On a transféré des portefeuilles impliquant d'autres membres de *SwapClear* vers la plateforme. Cela a permis (i) de réduire la taille du bilan et (ii) de réduire l'exposition au risque crédit.

Pour les autres portefeuilles, la décision de les transférer vers *SwapClear* n'est pas neutre. En effet, la marge initiale (basée sur une *value at risk* (VaR) historique très conservatrice) est énorme. DSA a donc transféré des portefeuilles les plus neutres possibles par paquets de 50 à 300 *swaps* de risques neutralisés.

Tous les nouveaux swaps sont systématiquement placés sur *Swapclear* quand la contrepartie est membre. Les traders cherchent à minimiser la marge initiale.

À ce jour le recours à *Swapclear* a permis de réduire la taille du bilan d'environ 1,5 milliard d'euros. Il importe toutefois de préciser les limites d'une telle approche en matière de gestion de liquidité. Comme le pointait le groupe de travail interne de Dexia dans ses conclusions de 2010, la marge initiale exigée pour les opérations de *SwapClear* est telle que seul un nombre limité d'opérations pouvaient avoir un impact bénéfique pour Dexia. Ce paramètre a été explicitement pris en compte dans la décision de migration des swaps vers la plateforme.

3.3 De vermindering van de balansomvang

DSA heeft de nieuwe ontwikkelingen op de swapmarkt kunnen benutten om het probleem van de balansomvang in te perken. Als gevolg van het micro-hedgingbeleid was immers een grote massa aan payer en receiver swaps ontstaan. De *mark-to-market* (MtM) staat echter op de balans vermeld (bij de activa in geval van een positief resultaat, zo niet bij de passiva). Bovendien verbiedt de prudentiële reglementering de compensatie van posities. Dexia heeft sinds 2010 drie technieken gebruikt om te proberen tot een kleinere balansomvang te komen.

3.3.1 SwapClear

De *clearing house* (compensatiekamer) van *SwapClear* maakt swapcompensatie tussen zijn leden mogelijk. Een deel van de *swaps* kan daardoor verdwijnen.

De beslissing om een beroep te doen op *SwapClear* werd in oktober 2010 genomen, op grond van het eerder vermelde onderzoek. Portefeuilles waarbij andere leden van *SwapClear* betrokken waren, werden aan het platform overgedragen. Daardoor was het mogelijk (i) de balansomvang te verminderen en (ii) de blootstelling aan het kredietrisico te verkleinen.

De beslissing om de andere portefeuilles aan *SwapClear* over te dragen, was niet neutraal. De oorspronkelijke marge (die was gebaseerd op een zeer conservatieve, historische *value at risk* (VaR) is namelijk enorm. DSA heeft dus zo neutraal mogelijke portefeuilles overgedragen per pakketten van 50 à 300 geneutraliseerde risicoswaps.

Alle nieuwe swaps worden systematisch bij *SwapClear* geplaatst, wanneer de tegenpartij er lid van is. De traders proberen de oorspronkelijke marge zo klein mogelijk te houden.

Door een beroep te doen op *SwapClear* kon de balansomvang tot nog toe met ongeveer 1,5 miljard euro worden afgebouwd. Toch dient te worden gepreciseerd dat een dergelijk beheer van de liquiditeiten op grenzen botst; zoals de interne werkgroep van Dexia in zijn conclusies van 2010 heeft aangegeven, is de vereiste initiële marge voor *SwapClear*-verrichtingen van die aard dat maar een beperkt aantal verrichtingen een gunstige invloed voor Dexia kon sorteren. Met die parameter werd expliciet rekening gehouden bij de beslissing om de swaps naar het platform door te schuiven.

3.3.2 Dénouements individuels

DSA a réalisé en début d'année une opération de dénouement d'un stock important de *swaps* individuels en veillant à ce que (i) cela ne change rien au risque résiduel, et (ii) le MtM ne soit pas trop élevé pour ne pas payer de soultte importante. Cela a permis de réduire le bilan d'environ 1 milliard d'euros à travers l'élimination de 520 *swaps* individuels.

3.3.3 TriReduce

La plateforme permet de réduire en une fois de grandes quantités de *swaps*. DSA y a recouru plusieurs fois. La réduction a été de 7,27 milliards d'euros depuis décembre 2010, comme repris dans le tableau suivant.

Date/ Datum	Currency/ Valuta	Nombre de swaps annulés/ Aantal opgezegde swaps	Réduction bilan Afbouw balans (en milliards d'euros) (in miljard euro)	Nominal annulé Afbouw nominale waarde (en milliards d'euros) (in miljard euro)
Décembre/ December 2010	Euro	1075	2,97	57,7
Mars/ Maart 2011	Euro	703	1	40,1
Septembre/ September 2011	Euro	923	1,8	27,7
Décembre/ December 2011	Euro	609	1,5	22,4
TOTAL /TOTAAL		3310	7,27	147,9

Réductions de bilan par compensation de swaps.
Source: Dexia SA

Au total, ces nouvelles évolutions ont permis de réduire le bilan de l'ordre de 10 milliards d'euros.

4. Conclusion

Il n'y avait, à notre connaissance, aucun moyen de répudier l'héritage de la politique expansionniste de Dexia au cours de la période précédant la recapitalisation de 2008 en ce qui concerne les dérivés de taux. Les *swaps* étaient présents, connus de tous y compris des autorités prudentielles, et leur impact potentiel sur le risque de liquidité également. Bien entendu, la baisse exceptionnelle des taux longs observés en septembre 2011 n'avait pas été anticipée (cette question sera évoquée avec les stress tests internes), mais il semble que même une prise de conscience explicite de cette éventualité n'aurait pas fondamentalement altéré le traitement direct du problème. La seule possibilité crédible de réduire le risque de liquidité des *swaps* était liée à la vitesse du *deleveraging*.

3.3.2 Individuelle afwikkelingen

Bij het begin van het jaar heeft DSA een grote voorraad aan individuele *swaps* afgewikkeld. Daarbij werd toegezien op twee aspecten: *primo*, er mocht niets veranderen aan het residuele risico, en *secundo* de MtM mocht niet te hoog oplopen om niet te veel te moeten opleggen. Op die manier kon, via de wegwerking van 520 individuele *swaps*, de balans met ongeveer 1 miljard euro worden afgebouwd.

3.3.3 TriReduce

Met dit platform is het mogelijk in één keer een fors aantal *swaps* weg te werken. DSA heeft herhaaldelijk op die wijze gehandeld. Sinds december 2010 kon het totaal op die manier met 7,27 miljard euro worden afgebouwd (zie onderstaande tabel).

Afbouw balans door compensatie van swaps –
Bron: Dexia NV

Alles samen kon met deze nieuwe ontwikkelingen de balans met ongeveer 10 miljard euro worden afgebouwd.

4. Conclusie

Voor zover wij het kunnen inschatten, was er in verband met de rentederivaten geen enkele mogelijkheid om de "erfenis" te verwerpen van het expansionistische beleid van Dexia tijdens de periode die de herkapitalisering van 2008 voorafgaat. Er waren nu eenmaal *swaps*, en allen hadden er weet van, met inbegrip van de toezichhoudende overheden; hetzelfde gold voor de mogelijke impact ervan op het liquiditeitsrisico. Uiteraard was niet anticiperend opgetreden tegen de in september 2011 opduikende uitzonderlijke daling van de langetermijnrente (dit aspect zal aan bod komen bij de interne stresstests), maar kennelijk zou een zelfs expliciete bewustwording van die mogelijkheid niet hebben geleid tot een fundamenteel andere rechtstreekse aanpak van het vraagstuk. De enige geloofwaardige mogelijkheid om het liquiditeitsrisico betreffende de *swaps* terug te dringen, hield verband met de snelheid waarmee de *deleveraging* zou worden doorgevoerd.

Bien qu'il soit tentant d'effectuer une "chasse aux sorcières" sur les facteurs décisifs ayant amené le démantèlement du groupe en octobre 2011, l'honnêteté intellectuelle commande, dans le cas présent, de conclure que le management actuel n'aurait vraisemblablement pas pu mettre en œuvre des mesures décisives permettant de réduire drastiquement ce risque, qui est essentiellement de nature externe et non-maîtrisable.

Le régulateur (CBFA en 2010 puis BNB en 2011) était conscient de la problématique et son analyse convergeait avec celle de Dexia. Vu l'aggravation de la situation à partir de mai 2011, la BNB a initié une nouvelle mission de suivi sur la gestion des appels de marge le 12 septembre 2011. On peut s'interroger sur le caractère tardif du lancement de cette opération de suivi vu l'ampleur de la crise, mais il est évident, au vu de ce qui précède, que le fait d'anticiper cette mission n'aurait strictement rien changé au destin du groupe.

De même, on peut naturellement se poser la question de la place qu'occupait la problématique dans l'évolution historique du groupe. Néanmoins, il convient de rappeler que la liquidité n'était pas considérée comme un risque majeur avant 2008. Sous l'impulsion de la CBFA, un scénario de besoin de collatéral sous stress des marchés avait bien été identifié, mais le tampon correspondant au risque identifié se bornait un matelas de liquidité nécessaire de 3,5 milliards d'euros sur un mois, soit un montant bien insuffisant par rapport à l'évolution des taux d'intérêt en 2008. Les reproches que l'on peut éventuellement faire à l'équipe dirigeante à cet égard sont assez marginaux par rapport aux autres conséquences de l'application du *business model* de Dexia, car la problématique des *swaps* est connexe de l'explosion de la taille et du gap de maturité moyenne du bilan.

CHAPITRE 4

Les agences de notation

Les dégradations et/ou mises sous surveillance des notes de Dexia au cours de l'année 2011 par les deux plus grandes agences de notation de crédit (ANC), à savoir Moody's et Standard & Poor's (S&P), ont été déterminants dans l'accès aux liquidités sur le marché interbancaire pour le groupe. Plus encore que les communiqués publiés et les effets de marché qui s'en sont suivis, c'est l'ensemble du processus qui interpelle et qui commande une analyse.

Het is dan wel aanlokkelijk een 'heksenjacht' te beginnen in verband met de factoren die doorslaggevend zijn geweest om de groep in oktober 2011 te ontmantelen, toch gebiedt in dit geval de intellectuele eerlijkheid te besluiten dat het huidige management wellicht geen doortastende maatregelen had kunnen nemen om dat risico (een in wezen extern en niet-beheersbaar risico) fors terug te schroeven.

De regulator (in 2010 de CBFA, vervolgens de NBB in 2011) was zich terdege bewust van het risico. De analyse van de regulator spoorde met die van Dexia. Omdat de situatie vanaf mei 2011 erger werd, heeft de NBB op 12 september 2011 een nieuwe opvolging van het beheer van de *margin calls* opgelegd. Gelet op de omvang van de crisis is het dan wel opvallend dat die opvolging zo laat werd aangevat, maar uit wat voorafgaat blijkt overduidelijk dat mocht die opvolging vroeger zijn opgestart, zulks niets zou hebben veranderd aan hoe het achteraf met de groep is vergaan.

In het verlengde daarvan kan men zich ook vragen stellen bij de impact van het hele vraagstuk op de evolutie, door de jaren heen, van de groep. Toch valt aan te stippen dat vóór 2008 liquiditeit niet als een belangrijk risico werd ingeschat. De CBFA had dan wel de aanzet gegeven om een draaiboek uit te werken in verband met de behoefte aan onderpand zo de markten de druk opvoerden, maar de geïdentificeerde risico's moesten worden opgevangen door een buffer van 3,5 miljard euro voor een maand, een bedrag dat niet toereikend was in het licht van de evolutie van de rentes in 2008. De verwijten die men in dat verband de leidinggevenden zou kunnen maken, zijn niet zo doorslaggevend in vergelijking met de andere gevolgen van de toepassing van het business model van Dexia. Het *swap*-vraagstuk hangt immers samen met de enorme toename van de balansomvang en met de verschillen in gemiddelde looptijden die op de balans waren ingeschreven.

HOOFDSTUK 4

De ratingbureaus

De ratingverlagingen en/of het onder toezicht plaatsen van de ratings van Dexia in de loop van 2011 door de twee grootste kredietbeoordelaars, met name Moody's en Standard & Poor's (S&P), waren voor de groep van doorslaggevend belang voor de toegang tot liquiditeiten op de interbancaire markt. Meer nog dan de uitgestuurde communiqués en de daaruit voortvloeiende impact op de markten, is het proces in zijn geheel opvallend en moet het worden geanalyseerd.

1. Problématique

Pour comprendre l'importance du rôle des agences de notation dans le processus qui a mené au démantèlement de Dexia, il faut se reporter à l'élaboration du plan stratégique de 2006. Dans ce plan, présenté le 23 mai 2006 au CA de Dexia, un accent particulier est mis sur l'importance primordiale de la notation de Dexia — à l'époque notée AA/Aa2, c'est-à-dire la troisième meilleure note possible dans l'échelle des ANC et l'une des meilleures des banques européennes — pour soutenir son plan de développement. En particulier, le diagnostic posé à l'occasion de l'élaboration de la stratégie est qu'une dégradation amènerait une hausse du coût de financement, mais surtout induirait que la nouvelle production (jusqu'en 2015) pourrait ne s'avérer ni rentable, ni finançable à de bonnes conditions et ce, même si la dégradation n'était que d'un seul échelon (AA- ou Aa3). Une perte de deux "notches" amènerait en outre à ce que la qualité d'émetteur AAA/Aaa de Dexia Municipal Agency, le véhicule d'émission de covered bonds du groupe, soit remise en question.

L'adoption de la stratégie d'expansion de bilan en finançant la nouvelle production par du funding à court terme était donc conditionnée à la conservation à tout prix d'une haute qualité de notation. Celle-ci a pu être gardée très longtemps, sans doute trop au goût de l'agence, qui a à l'évidence réservé longtemps un traitement de faveur au groupe — d'ailleurs indu au vu des événements de 2008.

L'explication de l'importance de la notation pour Dexia réside dans le rôle joué par les ratings dans la politique d'investissement des investisseurs institutionnels, et singulièrement les fonds monétaires. Ceux-ci sont bien entendu, statutairement ou réglementairement, tenus de détenir une certaine proportion de titres à revenus fixes bénéficiant d'une notation très élevée. Mais, alors qu'un effort substantiel a été fait dans le cadre de la mise sur pied des accords de Bâle III afin de réduire la prégnance de la notation de crédit dans les contraintes réglementaires et prudentielles, un effet pervers opposé est apparu, surtout depuis la crise de 2008: de nombreux gestionnaires de trésorerie ou de véhicules de placements monétaires ont délibérément limité leur exposition de crédit en fonction du rating des émetteurs dans le cadre de leur politique d'investissement. Leur raisonnement peut être résumé comme suit: après le désastre de Lehman Brothers, il ne leur serait pas pardonné de devoir acter des réductions de valeur importantes sur des éléments de leur portefeuille à cause du fait que leur papier ne serait ni garanti par du

1. Probleemstelling

Voor een goed begrip van het belang van de rol die de ratingbureaus hebben gespeeld in het proces dat tot de ontmanteling van Dexia heeft geleid, moet worden verwezen naar de uitwerking van het strategisch plan van 2006. Dat plan, dat op 23 mei 2006 aan de raad van bestuur van Dexia wordt voorgelegd, beklemtoont in het bijzonder het heel grote belang van de rating van Dexia — destijds AA/Aa2, dus de op twee na best mogelijke rating op de door de ratingbureaus gehanteerde schaal, en één van de beste van de Europese banken — om het ontwikkelingsplan van de bank te ondersteunen. Uit de bij de uitwerking van de strategie gestelde diagnose bleek in het bijzonder dat een ratingverlaging niet alleen zou leiden tot een stijging van de financieringskosten, maar bovenal zou inhouden dat de nieuwe productie (tot in 2015) niet rendabel zou zijn, noch tegen gunstige voorwaarden zou kunnen worden gefinancierd, zelfs al zou de rating met slechts één punt worden verlaagd (tot AA- of Aa3). Een ratingverlies met twee stappen zou bovendien kunnen leiden tot een bedreiging van de AAA/Aaa-rating van de emittent van covered bonds van de groep, te weten Dexia Municipal Agency.

Voor de goedkeuring van de balansverruimingsstrategie, die erin bestond de nieuwe productie van middelen te voorzien via kortetermijnfinanciering, was het behoud van een hoge rating dus een *conditio sine qua non*. De bank heeft die uitstekende rating heel lang kunnen behouden, wellicht té lang naar het oordeel van het ratingbureau, dat de groep lange tijd overduidelijk goedgunstig had behandeld, wat in het licht van de gebeurtenissen van 2008 overigens onterecht was.

Dexia hechtte heel veel belang aan de rating die het had, gelet op de rol van de ratingbureaus bij het beleggingsbeleid van de institutionele beleggers, inzonderheid de monetaire fondsen. Uiteraard zijn die statutair dan wel reglementair verplicht een welbepaald percentage van effecten met vast rendement en met heel hoge rating in portefeuille te hebben. Hoewel bij de uitwerking van de Basel III-akkoorden forse inspanningen werden geleverd om het belang van de kredietrating in de reglementaire en prudentiële verplichtingen terug te dringen, bewerkstelligde zulks — vooral sinds de crisis van 2008 — een tegenovergesteld én kwalijk gevolg: veel thesauriefondsbeheerders of beheerders van monetaire-beleggingsinstrumenten hebben in het kader van hun beleggingsbeleid hun kredietrisico bewust ingeperkt, op grond van de rating van de emittenten. Hun redenering luidt samengevat als volgt: na de teloorgang van Lehman Brothers zou het hen niet worden vergeven dat zij forse waardeverminderingen moeten boeken op effecten die ze in portefeuille hebben omdat die stukken niet gestut zijn door onderpand ("secured") en omdat ze

collatéral (“*secured*”), ni raisonnablement immunisé du risque de crédit grâce à une notation excellente. Plutôt que d’encourir un risque, certes réduit mais potentiellement létal — y compris sur base d’une responsabilité personnelle, pour capturer quelques points de base, un gestionnaire prudent préférera purement et simplement éviter ce risque. La notation est le facteur-clé de décision, et une dégradation, ou même une menace de dégradation, induit un mouvement mécanique de désinvestissement.

Un effet pervers de cette confiance exacerbée dans le marché sur les agences de notation elles-mêmes est un véritable retour de balancier. Alors qu’avant 2008, elles ont été accusées d’avoir fait preuve d’un certain laxisme, elles devaient désormais faire preuve d’une sévérité exacerbée afin de justifier leur rôle de “référence mécanique”, notamment pour les émissions de faibles maturités (moins de 2 ans). Un second Lehman, qui jouissait d’un rating très élevé — et manifestement erroné — jusqu’à très peu de temps avant son dépôt de bilan, aurait été rédhitoire. L’intérêt des ANC est donc devenu de faire preuve d’un conservatisme tel qu’elles ne seraient en principe pas susceptibles d’être prises en défaut.

Dexia était certes conscient du danger latent en 2006, mais a tout de même décidé d’adopter sa stratégie de croissance. Le groupe, fin 2008, devait — contraint et forcé cette fois — se conformer à ce *business model* pendant toute la durée du *deleveraging*, et devait donc encourir les risques correspondants, en tentant de les réduire aussi fort et rapidement que possible. Ainsi, peu avant l’annonce de la dégradation du rating des entités du groupe en mai 2011, Dexia a réalisé une étude interne visant à évaluer les impacts plus ou moins mécaniques, connaissant les politiques d’investissements des fonds monétaires US, d’une dégradation possible de la note de court terme de Dexia de A-1 (note courante) à A-2 (note simulée). L’étude concluait avec un certain fatalisme puisque la décision de S&P ne pouvait pas être maîtrisée par le groupe, que le “*potential impact in putbacks set by the SEC limitations and the Tier 2 liquidity constraints could be 70-80 % or more of current outstanding*”. Le diagnostic s’est révélé, après coup, encore trop optimiste puisque l’agence n’a même pas dégradé la note de court terme des principales entités du groupe: il lui a seulement suffi de la mettre sous *credit watch* négative pour que l’assèchement des liquidités soit complet et immédiat sur le marché américain.

zonder uitstekende rating geen redelijke bescherming bieden tegen het kredietrisico. Veeleer dan een (weliswaar beperkt, maar potentieel vernietigend) risico te nemen om aldus een paar basispunten te “pakken”, zal een voorzichtig beheerder er de voorkeur aan geven dat risico gewoon links te laten liggen, ook al omdat hij persoonlijk verantwoordelijk is. De rating speelt de doorslaggevende rol in het beslissingsproces; een ratingverlaging, of zelfs maar de dreiging ermee, heeft automatisch een desinvesteringssimpuls tot gevolg.

Dat ten top gedreven vertrouwen in de markt had een kwalijk gevolg voor de ratingbureaus zelf, dat tot een regelrechte omslag heeft geleid. Vóór 2008 werd de kredietbeoordelaars verweten blijkt te hebben gegeven van een zeker laks optreden, maar voortaan moesten zij overmatig streng optreden om hun rol van “mechanisch referentiepunt” te rechtvaardigen, meer bepaald voor de emissies met korte looptijd (minder dan 2 jaar). Lehman Brothers genoot tot vlak voor de faillissementsaanvraag een zeer hoge rating, overduidelijk ten onrechte; een herhaling van een dergelijk debacle had de doodsteek voor de ratingbureaus betekend. Ze hadden er in die omstandigheden dus alle belang bij niet coulant op te treden, om toch vooral niet op fouten te kunnen worden betrap.

Hoewel Dexia in 2006 zeker weet had van het latente gevaar, heeft het desondanks beslist zijn groeistrategie ten uitvoer te leggen. Eind 2008 moest de groep zich voor de hele duur van het *deleveraging*-proces — dit keer onder dwang — aanpassen aan dit business model en dus de daarmee gepaard gaande risico’s dragen, waarbij het die risico’s zo fors en zo snel mogelijk moest zien af te bouwen. In mei 2011, kort voordat werd meegedeeld dat de *rating* van de onderdelen van de groep zou worden verlaagd, heeft Dexia — dat het beleggingsbeleid van de Amerikaanse monetaire fondsen kende — een intern onderzoek ingesteld naar de min of meer automatische consequenties van een mogelijke verlaging van de kortetermijnrating van Dexia, van A-1 (toenmalige rating) naar A-2 (gesimuleerde rating). De onderzoekers kwamen enigszins gelaten — de groep had immers niet het minste vat op de beslissing van S&P — tot het besluit dat “*the potential impact in putbacks set by the SEC limitations and the Tier 2 liquidity constraints could be 70-80 % or more of current outstanding*”. Nadien bleek dat besluit nog te optimistisch; het ratingbureau heeft de kortetermijnrating van de belangrijkste onderdelen van de groep niet eens verlaagd, maar alleen al het feit dat de groep door S&P onder negatieve *credit watch* werd geplaatst, volstond om de liquiditeitsstroom van de Amerikaanse markt volledig én prompt te doen opdrogen.

Le fait de jouir d'une notation élevée était donc vital pour Dexia à cause du business model sous-jacent à l'essor du groupe. Cette dépendance était plus forte que pour n'importe quel autre grand groupe bancaire européen étant donné le relatif manque de financement stable de Dexia par rapport à sa taille de bilan.

2. Chronologie

Le tableau suivant résume les actions prises par les trois principales agences de notation (ANC) à partir de 2010.

Voor het welslagen van het door Dexia gehanteerde business model voor groei was een hoge rating dus van vitaal belang. De afhankelijkheid van Dexia van die rating was groter dan voor eender welke andere grote Europese bankgroep, omdat de stabiele financiering van Dexia vrij beperkt was ten opzichte van de balansomvang.

2. Tijdpad

De onderstaande tabel bevat een overzicht van het optreden van de drie grootste ratingbureaus vanaf 2010.

Résumé des décisions des agences de notation (ANC) – 10/2011. Source: Dexia SA

L'évolution des événements ayant amené au démantèlement du groupe en octobre 2011 peut être découpée en quatre phases distinctes: février 2010, 1^{er} trimestre 2011, 2^e trimestre 2011 (jusqu'en juillet), et enfin septembre-octobre 2011.

2.1 Février 2010: la réaction des ANC à l'approbation du plan de transformation par la Commission

Le plan de restructuration du groupe approuvé par la CE fait l'objet d'une analyse par Moody's, S&P et Fitch qui parviennent à des conclusions différentes:

— Moody's (12/02/2010) voit dans le plan un signal crédible d'une diminution drastique et durable du profil de risque et une amélioration de la liquidité de DSA. L'agence upgrade le BFSR (*Bank Financial Strength Rating*), qui représente la solidité intrinsèque des entités³. Les notes à long terme et court terme sont confirmées et l'outlook est rehaussé de négatif à stable afin de refléter les impacts positifs attendus du plan de restructuration ainsi que les progrès déjà réalisés par le groupe en terme de cession d'actifs et d'amélioration de son profil de liquidité. L'agence souligne ces deux points dans son communiqué de presse.

— S&P (10/02/2010), au contraire, abaisse son outlook de stable à négatif car l'agence craint que la profitabilité du groupe ne soit affectée par les coûts liés aux cessions d'actifs d'une part et par une hausse de son coût de financement d'autre part.

— Fitch (09/02/2010) confirme l'IDR du groupe et de ses 3 principales entités opérationnelles ainsi que la perspective stable de la notation à long et court terme. L'agence perçoit de façon positive le recentrage du groupe sur ses marchés historiques (en particulier PWB) et indique que le plan de restructuration ne devrait pas impacter négativement la franchise commerciale ni le profil financier du groupe.

Le contraste entre l'avis de S&P et celui de Moody's est remarquable et interpellant. Devant une même réalité, la complexité de la situation (celle du groupe à laquelle s'ajoute la difficulté d'interprétation du plan de transformation approuvé) induit des conclusions

³ Chez S&P la notion correspondante est le SACP (*Stand Alone Credit Profile*).

Overzicht van de beslissingen van de ratingbureaus – 10/2011 Bron: Dexia NV

Het verloop van de gebeurtenissen die hebben geleid tot de ontmanteling van de groep in oktober 2011, kan in vier fasen worden ingedeeld: februari 2010, eerste kwartaal 2011, tweede kwartaal 2011 (tot in juli) en tot slot september-oktober 2011.

2.1 Februari 2010: de reactie van de ratingbureaus op de goedkeuring van het hervormingsplan door de Europese Commissie

Het door de Europese Commissie goedgekeurde herstructureringsplan van de groep werd geanalyseerd door Moody's, S&P en Fitch, die tot uiteenlopende conclusies zijn gekomen:

— Moody's (12/02/2010) ziet in het plan een geloofwaardig signaal van een drastische en duurzame verlaging van het risicoprofiel en een verbetering van de liquiditeit van de NV Dexia. Het bureau verhoogt de BFSR (*Bank Financial Strength Rating*), die de intrinsieke soliditeit van de entiteiten weergeeft³. De lange- en kortetermijnratings worden bevestigd en de outlook wordt verhoogd van negatief naar stabiel, om de verwachte positieve weerslag van het herstructureringsplan en de al door de groep verwezenlijkte voortgang inzake overdracht van activa en verbetering van zijn liquiditeitsprofiel weer te geven. Het bureau brengt die twee aspecten voor het voetlicht in een perscommuniqué.

— S&P (10/02/2010) verlaagt daarentegen de outlook van stabiel naar negatief omdat het bureau vreest dat de rendabiliteit van de groep ongunstig wordt beïnvloed, enerzijds door de aan de overdrachten van activa gerelateerde kosten, anderzijds door een verhoging van zijn financieringskosten.

— Fitch (09/02/2010) bevestigt de IDR van de groep en van zijn drie belangrijkste operationele entiteiten én het stabiele vooruitzicht van de lange- en kortetermijn-rating. Het bureau vindt het positief dat de groep zich opnieuw op zijn historische markten toespitst (in het bijzonder de PWB) en geeft aan dat het herstructureringsplan geen negatieve impact zou moeten hebben op de commercial franchise, noch op het financieel profiel van de groep.

Het contrast tussen het standpunt van S&P en dat van Moody's is opmerkelijk. Ten aanzien van een zelfde realiteit leidt de ingewikkeldheid van de situatie (met name die van de groep, waarbij de moeilijkheid komt om het goedgekeurde hervormingsplan te interpreteren) tot

³ Het bij S&P overeenkomstige begrip is de SACP (*Stand Alone Credit Profile*).

fortement contradictoires. Cette différence de point de vue n'est pas de nature à rassurer les marchés financiers, qui ont horreur de l'incertitude (par essence non-mesurable) beaucoup plus que du risque (qui, lui, peut être chiffré). Or, la divergence entre les communiqués instille un sentiment larvé d'incertitude dès ce moment.

2.2 Premier trimestre 2011: le douloureux passage de témoin entre analystes chez Moody's

L'analyste principale de Moody's pour Dexia, Mme Hélène Séré, démissionne de l'agence fin 2010. Elle est remplacée par une nouvelle analyste, Mme Yasuko Nakamura. Il s'agit de la 5^e personne désignée pour suivre les notes de Dexia sur une durée de 3 ans. Le "backup", Nick Hill demeure en fonction comme analyste secondaire. Étant lui-même *lead analyst* sur d'autres dossiers, il ne dispose toutefois à priori que d'un temps limité pour suivre le dossier Dexia.

Au début du mois de mars, la nouvelle analyste prend un premier contact avec Dexia, et indique qu'elle veut convoquer d'urgence une réunion sur la problématique de la liquidité. Or, à ce moment précis, le marché demeure tendu mais il n'existe pas de stress particulier. Dexia continue à réduire très rapidement son gap de liquidité à court terme, progresse sur le front de la liquidité à long terme et n'a reçu aucun *warning* spécifique de Moody's relatif à ce sujet au cours des derniers mois.

Dexia propose dès lors, que le point soit plutôt abordé lors de la revue annuelle planifiée (sur l'intégralité du groupe — 2 jours bloqués) pour juin 2011 en insistant sur le fait que cette revue donnera au nouvel analyste l'occasion de faire un tour d'horizon complet du dossier Dexia. L'analyste insiste cependant pour tenir cette réunion avec MM. Joly, Debroise et Evenepoel dans les plus brefs délais.

La réunion, qui est également la première rencontre avec la nouvelle analyste, a lieu le 14 mars. Suivent de nombreuses questions qui font penser chez Dexia que, à ce moment, l'analyste ne maîtrise pas encore la complexité du groupe et de ses modalités de financement. On met en place un *call* complémentaire sur le portefeuille de *Financial Products*, et Dexia met un maximum d'attention à livrer les informations et clarifications souhaitées.

Le 21 mars, Dexia reçoit de Moody's un projet de communiqué de presse. Il n'y a eu aucun avertissement ni appel préalable à l'équipe de la Communication Financière ou au management, ce qui est inhabituel compte tenu de l'ampleur potentielle de la dégradation qui est envisagée et de son impact potentiel sur le

totaal tegenstrijdige conclusies. Dat uiteenlopend standpunt is niet geruststellend voor de financiële markten, die een veel grotere hekel hebben aan (per definitie onmeetbare) onzekerheid dan aan risico's — die wel kunnen worden becijferd. Het verschil tussen de communiqués zorgt van dan af voor een sluimerend gevoel van onzekerheid.

2.2 Eerste kwartaal 2011: de pijnlijke bevoegdheidsoverdracht tussen analisten bij Moody's

Mevrouw Hélène Séré, hoofdanaliste bij Moody's voor Dexia, nam eind 2010 ontslag en werd opgevolgd door mevrouw Yasuko Nakamura. Dat was in drie jaar tijd de vijfde persoon die werd aangewezen om de ratings van Dexia op te volgen. De *backup*, de heer Nick Hill, blijft in dienst als tweede analist, maar doordat hij in andere dossiers als hoofdanalist optreedt, beschikt hij over maar weinig tijd om het dossier-Dexia op te volgen.

Begin maart neemt de nieuwe analiste voor het eerst contact op met Dexia; zij geeft aan dat zij dringend een vergadering wil beleggen over het liquiditeitsvraagstuk. Op dat ogenblik is de markt wel gespannen, maar is er geen bijzondere stress. Dexia bouwt heel snel zijn liquiditeitstekort op korte termijn af en maakt voortgang op het vlak van de liquiditeit op lange termijn. Dexia heeft de maanden ervoor van Moody's geen enkele specifieke waarschuwing terzake gekregen.

Dexia stelt dan ook voor dat het punt veeleer aan bod komt tijdens het geplande year review (over de hele groep — twee vastgelegde dagen) in juni 2011, en attendeert erop dat die review de nieuwe analiste de mogelijkheid zal bieden aan algemeen beeld te krijgen van het Dexia-dossier. De analiste dringt er echter op aan dat de vergadering met de heren Joly, Debroise en Evenepoel zo snel mogelijk plaatsvindt.

De vergadering, die tevens de eerste ontmoeting met de nieuwe analiste is, heeft plaats op 14 maart. Er komen tal van vragen, waardoor men er bij Dexia van uitgaat dat de analiste de complexiteit van de groep en van zijn nadere financieringsregels nog niet onder de knie heeft. Over de *financial products*-portefeuille heeft een nieuw gesprek plaats en Dexia doet er alles aan om de gewenste inlichtingen en verduidelijkingen te verstrekken.

Dexia ontvangt op 21 maart een ontwerp van perscommuniqué van Moody's. Vooraf is er geen enkele waarschuwing geweest, noch een contact met het team van de Financiële Communicatie of met het management. Dat is ongebruikelijk, gelet op de potentiële omvang van de overwogen ratingverlaging en op de

groupe. Ce projet de communiqué indique l'intention de Moody's de placer sous revue l'ensemble des notes des principales entités pour possible dégradation d'un à deux crans, ce qui peut être considéré comme une décision présentant un impact potentiel majeur sur les possibilités et le coût du financement de Dexia.

La sévérité des dégradations envisagées suscite une grande incompréhension chez Dexia, en particulier au vu de l'ampleur des progrès accomplis depuis la dernière action de notation de l'agence et de la rapidité de la décision sachant que l'analyste qui instruit ce dossier est en fonction depuis très peu de temps chez Moody's.

Dexia fait immédiatement appel de la décision que le groupe estime injustifiée (1) sur base de l'avis rendu en 2010 et (2) sur base des progrès réalisés depuis. L'appel implique que Dexia doit pouvoir fournir des informations complémentaires de nature à faire éventuellement infléchir la décision. Moody's accepte de recevoir l'appel et on retravaille le dossier.

Finalement, le 28 mars, Moody's publie un communiqué dans lequel l'agence annonce une revue complète du BFSR du groupe et des trois principales entités ainsi qu'une confirmation de la note court terme.

On peut donc noter un fort infléchissement de la position de Moody's entre le 14, le 21 (*credit watch* généralisé avec perspectives de forte dégradation) et le 28 mars (revue pour possible *downgrade*) ainsi qu'un manque de continuité de la ligne de communication de l'agence entre février 2010 et cette nouvelle communication en date du 28 mars.

Plus fondamentalement, il faut comprendre que les relations entre un émetteur et une ANC sont avant tout une affaire de relations personnelles et de *lobbying*. Si le management de Dexia a prouvé sa grande pugnacité et un niveau d'expertise remarquable sur le second plan, il est vraisemblable que l'échec de ce premier contact, qui a littéralement vicié les relations entre le groupe et l'agence, a eu une influence significative sur le destin du groupe. La suite des événements tend à conforter ce point de vue très qualitatif et, malheureusement, impossible à étayer sur une base factuelle.

mogelijke weerslag ervan op de groep. In dat ontwerp van communiqué wordt aangegeven dat Moody's van plan is alle ratings van de belangrijkste entiteiten aan een review te onderwerpen, met het oog op een mogelijke verlaging met één of twee stappen. Dat kan worden beschouwd als een beslissing met een potentieel grote weerslag op de mogelijkheden en de financieringskosten van Dexia.

De strengheid van de overwogen verlagingen stuit op een groot onbegrip bij Dexia, vooral omdat de groep grote vooruitgang heeft geboekt sinds de jongste rating door het bureau. Dat onbegrip betreft ook de snelheid waarmee de beslissing werd genomen, wetende dat de analiste die zich over dat dossier buigt, nog niet lang bij Moody's werkt.

Dexia treedt onmiddellijk in het verweer tegen de beslissing, die de groep ongerechtvaardigd vindt (1) op grond van het advies van 2010 en (2) op grond van de sindsdien gemaakte vooruitgang. Die stap impliceert dat Dexia bijkomende inlichtingen moet kunnen verstrekken, die eventueel tot een andere beslissing kunnen leiden. Moody's stemt ermee in het verweer in ontvangst te nemen en men buigt zich opnieuw over het dossier.

Ten slotte publiceert Moody's op 28 maart een communiqué waarin het bureau enerzijds aankondigt dat de BFSR van de groep en van de drie belangrijkste entiteiten volledig zal worden herzien en anderzijds de kortetermijnrating bevestigt.

Opgemerkt zij dus enerzijds dat het standpunt van Moody's aanzienlijk veranderd is tussen 14, 21 (algemene *credit watch* met het vooruitzicht van een forse verlaging) en 28 maart (review die kan leiden tot een *downgrade*), en anderzijds dat er geen continuïteit is in de communicatie van het ratingbureau tussen februari 2010 en die nieuwe mededeling van 28 maart.

Meer fundamenteel moet erop worden gewezen dat de betrekkingen tussen een emittent en een ratingbureau in de eerste plaats een kwestie van persoonlijke relaties en van *gelobby* zijn. Het management van Dexia heeft weliswaar blijk gegeven van grote strijd lust en een opmerkelijk grote expertise wat het tweede betreft, maar dat fout gelopen eerste contact, dat de betrekkingen tussen de groep en het bureau letterlijk heeft verpest, heeft waarschijnlijk een aanzienlijke invloed gehad op het lot van de groep. De daaropvolgende gebeurtenissen bevestigen blijkbaar dat zeer kwalitatieve standpunt, maar dat jammer genoeg onmogelijk met feiten te onderheien is.

2.3 Deuxième trimestre 2011: l'assèchement du marché US causé par l'avis de S&P, avec un sursis chez Moody's

La revue annuelle de Moody's est avancée à fin mars suite à ces événements: le 31 mars, revue du PWB, Finance et Stratégie; le 6 avril, volet "risques" et RCB; le 29 avril, *call* complémentaire sur les FP; le 16 mai, *call* avec les représentants des états, dont M. Pierre Wunsch pour la Belgique, briefé au préalable par le management de Dexia.

Le mois de mai est délicat pour Dexia. Le 23, S&P publie un communiqué dans lequel il annonce un *credit watch* négatif pour la note court terme et long terme. L'agence s'inquiète de l'exposition du groupe de 4,3 milliards d'euros à la dette souveraine grecque dans le portefeuille "*Legacy*", mais tient compte de l'engagement de Dexia de procéder à une accélération du *deleveraging* afin de compenser cette faiblesse. Un communiqué émis par Dexia le 18 mai a clairement apaisé les inquiétudes immédiates de S&P, et le *credit watch* se justifie en fonction de la crédibilité et de l'exécution effective du *deleveraging* accéléré annoncé.

Malgré le ton modéré et finalement encourageant du communiqué, l'effet du *credit watch* est immédiat sur le marché US: le lendemain, Dexia assiste à une réduction de 6 milliards USD de son financement *unsecured*. Peu de temps après, un trou de 25 milliards USD sera confirmé. Dexia avait cependant anticipé un tel assèchement, et avait procédé à des swaps de devises afin de transformer son besoin de financement en USD en besoin de financement en euros, de sorte que l'assèchement du marché en dollars, s'il est gênant du fait qu'il coupe brutalement une source potentiel de financement importante, ne met pas le groupe en difficulté immédiate. Par contre, alors que le financement en USD était principalement assuré par DCL New York, filiale de DCL, le financement en euros se fait désormais à travers le centre de trésorerie du groupe, à savoir DBB, ce qui renforce les transferts intragroupes et précipite subitement la violation du ratio CBFA de fonds propres dans les transferts intragroupes (voir par ailleurs).

Le 25 mai se tient, à la demande de Dexia, une réunion entre les analystes Moody's et le management de Dexia pour faire le point sur les revues en cours. Dexia craint en effet un comportement moutonnier des ANC, et prend les devants pour éviter un second coup

2.3 Tweede kwartaal 2011: het opdrogen van de US-markt door het advies van S&P, met een uitstel bij Moody's

De jaarlijkse review van Moody's wordt als gevolg van die gebeurtenissen vervroegd naar eind maart: op 31 maart *review* van de PWB, Financiën en Strategie; op 6 april hoofdstuk "risico's" en RCB; op 29 april bijkomend gesprek over de *Financial Products*; op 16 mei ontmoeting met de vertegenwoordigers van de Staten, onder wie de heer Pierre Wunsch voor België, die vooraf werd gebriefd door het Dexia-management.

Mei is delicaat voor Dexia. Op 23 mei geeft S&P een communiqué uit waarin een negatieve *credit watch* wordt aangekondigd voor de korte- én de langetermijnrating. Het ratingbureau toont zich bezorgd omtrent de blootstelling, ten bedrage van 4,3 miljard euro, van de groep aan Griekse staatsschulden (in de "*legacy*-portefeuille"), maar het bureau houdt wel rekening met het engagement van Dexia om de *deleveraging* versneld door te voeren met de bedoeling die blootstelling af te bouwen. Op 18 mei geeft Dexia een communiqué uit dat de vrees van S&P voor de nabije toekomst duidelijk heeft doen afnemen. De *credit watch* was verantwoord omdat moest worden nagegaan of de situatie geloofwaardig was en of de aangekondigde versnelde *deleveraging* ook in de praktijk uitvoering zou krijgen.

Ofschoon het communiqué gematigd van toon en al bij al bemoedigend is, heeft de *credit watch* onmiddellijk een weerslag op de Amerikaanse markt: de volgende dag kijkt Dexia aan tegen een verlaging met 6 miljard USD van zijn *unsecured* financiering. Kort daarop wordt een tekort van 25 miljard USD bevestigd. Dexia had evenwel op een dergelijk droogvallen van zijn middelen geanticipeerd, en was overgegaan tot valutaswaps om zijn financieringsbehoefte in USD om te zetten in een financieringsbehoefte in euro, opdat het opdrogen van de VS-dollarmarkt — ook al was zulks hinderlijk omdat daardoor bruusk een belangrijke potentiële financieringsbron onbeschikbaar werd — de groep niet direct in moeilijkheden zou brengen. Terwijl de financiering in USD voornamelijk werd verzorgd door DCL New York, een dochteronderneming van DCL, gebeurt de financiering in euro voortaan via het thesauriecentrum van de groep, te weten DBB; daardoor vinden meer transfers binnen de groep plaats, en plots leidt dit tot een niet-inachtneming van de CBFA-ratio inzake eigen middelen bij transfers binnen groepen (zie elders).

Op 25 mei wordt op verzoek van Dexia een ontmoeting georganiseerd tussen de analisten van Moody's en het management van Dexia om een stand van zaken op te maken over de lopende reviews. Dexia vreest immers kuddegedrag bij de ratingbureaus, en

de massue, perçu comme potentiellement catastrophique. Le management informe Moody's des décisions récentes: accélération du *deleveraging*, vente des FP, cession d'autres actifs. Ces décisions feront l'objet d'une annonce publique le 27 mai par le groupe Dexia. En particulier, le conseil d'administration de Dexia perçoit que la cession des *Financial Products* est de nature à plaire aux agences de notation, car cela peut influencer la capacité de génération de liquidité de manière substantielle.

Le 15 juin, Moody's publie un communiqué concernant un groupe de banques françaises suite à la dégradation de la situation de la Grèce. Aucune action spécifique n'est prise concernant Dexia sachant qu'une revue de crédit est déjà en cours et que son exposition à la Grèce fera l'objet d'un examen dans ce cadre.

Par ailleurs, une réunion se tient entre Greg Bauer (MD Moody's) et Carola Schüller (MD banking sector Moody's), d'une part, et Pierre Mariani d'autre part, pour faire un point d'étape sur l'accélération du processus de *deleveraging*/vente FP. Le 21 juin a lieu un "*Transparency Meeting*" sollicité par Dexia (note: S&P en avait spontanément proposé un de son côté). Il s'agit d'un point large avant la conclusion de la revue par l'agence. Lors de ce meeting, les analystes stigmatisent l'impact de la crise sur la ligne de métier *Public and Wholesale Banking (PWB)*, en insistant sur (1) l'affaiblissement de la position de Dexia sur ce marché (impact négatif car rend Dexia moins systémique, et donc le soutien des états n'est plus aussi garanti), et (2) la baisse de rentabilité correspondante. Le management explique longuement qu'il ne faut pas limiter l'analyse de la franchise et du caractère systémique de la banque aux flux de production mais également intégrer le stock d'encours (45 % de parts de marché sur la France, et env. 70 % sur la Belgique) mais cet argument ne semble pas porter; les dirigeants de Dexia ont l'impression que leurs arguments ricochent systématiquement contre un mur d'incompréhension.

L'échéance importante suivante se déroule en juillet, dans une période de calme relatif (l'œil du cyclone de la crise souveraine). Les arguments de l'appel de Dexia vis-à-vis de S&P ont porté leurs fruits, car la logique de dialogue, certes dur, mais mutuellement respectueux, prévaut toujours. Ainsi, l'agence salue le processus d'accélération du *deleveraging*, qui devrait réduire le besoin de financement court terme du groupe de l'ordre de 24 milliards d'euros à la fin 2011. Elle souligne

neemt het voortouw om een tweede, als potentieel catastrofaal gepercipieerde mokerslag te voorkomen. Het management informeert Moody's over de recente beslissingen: versnelde *deleveraging*, verkoop van de *Financial Products*, overdracht van andere activa. De Dexia-groep kondigt die beslissingen openbaar aan op 27 mei. Inzonderheid de raad van bestuur van Dexia ziet in dat de overdracht van de *Financial Products* de ratingbureaus gunstig kan stemmen, want zulks kan het vermogen om liquiditeiten te genereren aanmerkelijk beïnvloeden.

Op 15 juni publiceert Moody's een communiqué over een groep Franse banken naar aanleiding van de verslechtering van de toestand van Griekenland. In verband met Dexia wordt niets specifiek ondernomen, in de wetenschap dat al een credit review aan de gang is en dat de blootstelling van Dexia aan de Griekse situatie in dat verband onder de loep zal worden genomen.

Voorts wordt een vergadering gehouden tussen enerzijds Greg Bauer (MD Moody's) en Carola Schüller (MD Banking Sector Moody's) en anderzijds Pierre Mariani, teneinde een stand van zaken op te maken over een versnelde proces dat moet leiden tot *deleveraging* en tot de verkoop van de *Financial Products*. Op 21 juni vindt een "*Transparency Meeting*" plaats waar Dexia om had verzocht (noot: S&P had van zijn kant spontaan aangeboden er een te houden). Het betreft een ruim opgevatte stand van zaken, voordat het ratingbureau de review afrondt. Tijdens die meeting wijzen de analisten op de weerslag van de crisis op de *Public and Wholesale Banking (PWB)*, waarbij zij beklemtonen dat (1) de positie van Dexia op die markt verzwakt is (ongunstige weerslag omdat zulks Dexia minder systeemrelevant maakt, alsook omdat staatsondersteuning derhalve niet langer dermate gegarandeerd is), en (2) dat zulks leidt tot een dienovereenkomstige rentabiliteitsdaling. Het management legt omstandig uit dat men de analyse van de franchise en systeemrelevantie van de bank niet mag beperken tot de productiestromen, maar dat men ook oog dient te hebben voor de lopende kredieten (45 % marktaandeel in Frankrijk en ongeveer 70 % in België), maar dat argument schijnt niet van tel; de Dexia-managers hebben de indruk dat hun argumenten stelselmatig afketsen tegen een muur van onbegrip.

De volgende belangrijke deadline valt in juli, tijdens een periode van relatieve rust (het oog van de storm van de staatsschuldencrisis). De argumenten die Dexia bij zijn verweer tegen S&P heeft gehanteerd, hebben resultaat opgeleverd, want een aanpak via dialoog (ook al verloopt die op het scherp van de snee), met inachtneming van wederzijds respect, staat nog steeds voorop. Zo is het ratingbureau ingenomen met de versnelling van de *deleveraging*, hetgeen de behoefte aan kortermijnfinan-

également que le groupe pourrait supporter des réductions de valeur jusqu'à 70 % sur la dette grecque. Le 7 juillet, S&P confirme son outlook négatif mais sans changer les notations. Surtout, l'agence retire la note de court terme de son "credit watch", ce qui constitue en soi une excellente nouvelle. La perspective demeure toutefois négative, avec une menace à peine voilée par rapport aux dettes souveraines "A material deterioration of the creditworthiness in any of these countries could have negative implications for Dexia's ratings". Le message est bien reçu du côté du management de Dexia.

Le lendemain, 8 juillet, la décision finale de Moody's est communiquée:

1. le BFSR est dégradé à D, avec outlook négatif;
2. la note long terme est dégradée de 2 notches à A3, avec outlook stable;
3. la note court-terme ne change pas.

Pour Dexia, il s'agit là aussi d'une nouvelle favorable, sur deux aspects: l'outlook est stable et la note de court terme reste inchangée. Le groupe espère que la conclusion de ces deux revues de crédit permettra de conforter les investisseurs, en particulier sur le marché interbancaire et de lui redonner accès à des montants plus importants de financements à court terme.

L'embellie est manifeste: Dexia parvient à revenir, timidement, sur le marché américain. En CA, le management évoque la possibilité de récupérer jusqu'à 15 milliards USD de financement. Mais si l'accord, finalement bancal, de l'UE du 21 juillet, est perçu — à l'extérieur comme en interne chez Dexia mais aussi à la BNB — comme une bonne nouvelle l'espace de quelques jours, ce n'est qu'un feu de paille. Vers la fin du mois, le marché se retourne: l'incertitude renforce les stress du marché interbancaire, et l'accès à la liquidité se réduit. Le financement US notamment s'est définitivement évaporé avec ce nouveau stress. Dexia marche désormais inexorablement vers son funeste destin.

2.4 Septembre-octobre 2011: le coup de grâce assésé par Moody's

De nouveau, dès le mois d'août, Dexia doit faire face à de nombreuses questions de Moody's sur la liquidité. Un call est organisé fin septembre avec Philippe Rucheton, Alexandre Joly et Benoît Debroyse afin de faire un point sur la liquidité.

ciéring van de groep tegen eind 2011 zou moeten doen afnemen met ongeveer 24 miljard euro. Ook beklemtoont het bureau dat de groep waardeverminderingen tot 70 % op de Griekse schuld zou kunnen doorstaan. Op 7 juli bevestigt S&P weliswaar zijn negatieve outlook, maar zonder de ratings te veranderen. Bovenal trekt het bureau de kortetermijnrating in van zijn *credit watch*, wat op zich uitstekend nieuws is. De *outlook* blijft echter negatief, met een nauwelijks verholen dreigement in verband met de staatsschulden: "A material deterioration of the creditworthiness in any of these countries could have negative implications for Dexia's ratings". De boodschap komt duidelijk aan bij het Dexia-management.

De volgende dag, op 8 juli, wordt de definitieve beslissing van Moody's meegedeeld:

1. de BFSR-rating wordt verlaagd tot D, met een negatieve outlook;
2. de langetermijnrating wordt met twee trappen verlaagd tot A3, met een stabiele outlook;
3. de kortetermijnrating verandert niet.

Voor Dexia is ook dat in twee opzichten goed nieuws: de outlook is stabiel en de kortetermijnrating blijft ongewijzigd. De groep hoopt dat het afronden van die twee reviews de investeerders gerust zal stellen, inzonderheid op de interbancaire markt, alsmede dat zulks de bank opnieuw toegang zal verschaffen tot hogere bedragen voor kortetermijnfinancieringen.

De toestand verbetert duidelijk: Dexia slaagt erin de Amerikaanse markt stap voor stap opnieuw te betreden. In de raad van bestuur wijst het management op de mogelijkheid om opnieuw tot 15 miljard USD aan financiering toegang te hebben. Ofschoon de per slot van rekening wankele EU-overeenkomst van 21 juli enkele dagen lang als goed nieuws wordt opgevat — niet alleen zowel buiten als binnen Dexia, maar eveneens bij de NBB —, is het niet meer dan een strovuurtje. Tegen het einde van de maand keert de markt: de onzekerheid vergroot de spanning op de interbancaire markt, en de beschikbaarheid van liquide middelen vermindert. Met name de VS-financiering verdampt definitief ingevolge die nieuwe spanning. Vanaf dan stevent Dexia onafwendbaar af op zijn ondergang.

2.4 September-oktober 2011: de door Moody's toegebrachte genadeslag

Vanaf augustus moet Dexia nogmaals het hoofd bieden aan vele vragen van Moody's in verband met de liquiditeit. Eind september wordt overleg georganiseerd met Philippe Rucheton, Alexandre Joly en Benoît Debroyse om een stand van zaken op te maken over de liquiditeit.

Subitement, le jeudi 29 septembre, soit 2 mois après la confirmation par Moody's d'une perspective stable sur les notations, l'analyste recontacte Dexia après la fermeture des marchés pour annoncer que Moody's s'apprête à placer sous revue pour possible dégradation la note long terme et court terme du groupe compte tenu de la dégradation de l'environnement. Moody's envoie le projet de communiqué en toute fin de soirée (22h26 exactement, horaire confirmé par Moody's) et donne seulement quelques heures au management pour réagir.⁴ Le management décide de faire appel du projet de communiqué, et un call est organisé le lendemain matin avec Moody's durant lequel Pierre Mariani explique que Dexia considère prendre une série de mesures structurelles de façon à protéger les franchises commerciales du groupe et à réduire encore plus fortement la fragilité du groupe.

Moody's considère manifestement qu'il n'y a là aucune information nouvelle de nature à postposer l'annonce et informe Dexia le dimanche 2 octobre à 18h55 qu'elle publiera le communiqué annonçant la mise sous revue des notations à court et long terme le 3/10 avant ouverture des marchés. Cette menace sera mise à exécution le 3 octobre à 8h56, soit 4 minutes avant l'ouverture des marchés. Moody's annonce qu'elle met sous revue pour dégradation possible les BFSRs, notes à long terme, et note à court terme des entités du groupe à la lumière de la détérioration de la situation de liquidité du groupe. L'agence insiste sur le fait que c'est la dégradation du BFSR qui conditionne le reste. L'explication de cet avis est lié à la raréfaction des possibilités de financement à court terme à cause de conditions de marché défavorables, de la détérioration de la perception qu'a le marché de la solvabilité de Dexia, et de l'augmentation des besoins de collatéral lié aux positions du groupe dans les produits dérivés. L'agence rajoute qu'au-delà de ces aspects de liquidité, elle continue à douter de la capacité de Dexia à absorber les pertes latentes de sa réserve AFS et de l'évolution de l'activité de financement des collectivités dans un contexte où Dexia met en œuvre une stratégie de réduction de sa production. Il faut noter que le management de Dexia réfute vigoureusement ces deux derniers arguments.

⁴ Voir annexe pour une description synthétique du processus de notation et de la procédure d'appel.

Op donderdag 29 september, dus twee maanden na de bevestiging door Moody's van de stabiele outlook voor de ratings, neemt de analiste plots opnieuw contact op met Dexia, na het sluiten van de beurzen, om aan te kondigen dat Moody's zich voorbereidt om de ratings van de groep onder review te plaatsen, met het oog op de downgrading van de langetermijn- en kortetermijn-rating ervan, gelet op de verslechterende omstandigheden. Moody's verstuurt het ontwerpcommuniqué 's avonds laat (meer bepaald om 22 uur 26, een tijdstip dat wordt bevestigd door Moody's), en laat het management slechts enkele uren de tijd om te reageren⁴. Het management besluit het ontwerpcommuniqué aan te vechten, en de volgende ochtend wordt met Moody's een gesprek belegd, waarin Pierre Mariani uitlegt dat Dexia overweegt een reeks structurele maatregelen te treffen om de commercial franchises van de groep te beschermen en om de kwetsbaarheid van de groep nog sterker te verminderen.

Moody's gaat er overduidelijk van uit dat zulks generlei nieuwe informatie inhoudt die de aankondiging van het communiqué kan verdagen, en brengt Dexia er op zondag 2 oktober om 18.55 uur van op de hoogte dat het op 3 oktober, vóór de opening van de markten, een communiqué zal publiceren, waarin wordt aangekondigd dat de korte- en langetermijnratings onder review worden geplaatst. Dat dreigement wordt uitgevoerd op 3 oktober om 08.56 uur, d.i. 4 minuten voordat de markten openen. Moody's stipt aan dat het de BFSR op lange en korte termijn van de entiteiten van de groep onder review zal plaatsen, met het oog op een mogelijke ratingverlaging. Als reden wordt aangegeven dat de liquiditeitsituatie van de groep is verslechterd. Moody's onderstreept dat de lagere BFSR bepalend is voor de rest. De verklaring van dat oordeel houdt verband met de afgenomen mogelijkheden om aan kortetermijnfinanciering te doen, en dit ingevolge de ongunstige marktvoorwaarden, het feit dat de markten de solvabiliteit van Dexia minder gunstig inschatten en de toename van de behoefte aan collatéral, wat dan weer is gelinkt aan de posities die de groep qua derivaten had ingenomen. De kredietbeoordelaar voegt eraan toe dat hij niet alleen twijfels heeft over die liquiditeitsaspecten, maar ook over de capaciteit van Dexia om de latente verliezen op zijn AFS-reserves op te vangen. Moody's toont zich voorts bezorgd over de evolutie van de Dexia-activiteit aangaande financiering van lokale gemeenschappen, daar Dexia werk maakt van een strategie om die productie terug te schroeven. Dienaangaande moet worden onderstreept dat het management van Dexia de laatste twee argumenten met heel veel overtuiging weerlegt.

⁴ Voir annexe pour une description synthétique du processus de notation et de la procédure d'appel.

L'assèchement immédiat du marché interbancaire poussera Dexia à faire appel aux ELA, ce que le groupe s'était refusé à faire jusqu'alors, et les autorités gouvernementales et de supervision à rentrer en négociation pour organiser le démantèlement du groupe.

3. Analyse

Il importe de faire preuve d'impartialité dans l'analyse d'une problématique aussi délicate. Néanmoins il est important de dégager quelques points d'attention sur base de la lecture des faits.

3.1 Anomalies constatées

Plusieurs constatations émergent suite aux entretiens menés avec des membres du management de Dexia dans le cadre de la commission spéciale:

1. Nonobstant la dégradation de l'environnement qui s'est opérée durant la période considérée, la séquence de communication de Moody's est heurtée: à titre d'exemple, évaluation positive en 2010, très sévère en mars 2011 dans un contexte ne présentant pas de stress spécifique lié à la liquidité. Puis nouvelle mise sous revue des notes à court et long terme en octobre 2011 aboutissant à une dégradation de ces deux notes en décembre dans un contexte certes très dégradé par rapport au mois de juillet mais où les notations avaient été assorties d'une perspective stable. Cette ligne de communication ne favorise probablement pas la compréhension des investisseurs et pourrait constituer un facteur de stress supplémentaire. Il s'agit cependant d'une hypothèse qui ne peut pas être étayée sur des bases objectives.

2. Les agences de notation effectuent un travail d'analyse fondamentale mais agissent également sous la pression du questionnement des investisseurs ce qui peut créer une spirale auto-réalisatrice entre l'évolution de la notation et la situation du groupe.

3. Dexia n'a pas décelé d'erreurs factuelles graves dans les analyses de Moody's. Cependant, le management identifie et communique au conseil d'administration le 3 août son scepticisme par rapport à la pertinence des analyses sur trois dimensions:

a. Moody's rehaussait sa notation BFSR en février 2010 alors que le *liquidity gap* était à 147 milliards

Het onmiddellijk stilvallen van de interbancaire markt zet Dexia ertoe aan een beroep te doen op de Emergency Liquidity Assistance (ELA) — iets wat de groep tot dan toe had geweigerd te doen —, en brengt voorts de regeringsautoriteiten en de toezichhoudende instanties ertoe onderhandelingen aan te vatten om de ontmanteling van de groep organisatorisch te regelen.

3. Analyse

Het is belangrijk van onpartijdigheid blij te geven bij de analyse van een dusdanig kies vraagstuk. Niettemin is het belangrijk te wijzen op enkele aandachtspunten op grond van de lezing van de feiten.

3.1 Geconstateerde onregelmatigheden

Verscheidene bevindingen komen naar voren uit de hoorzittingen met het Dexia-management die in het kader van de bijzondere commissie hebben plaatsgevonden.

1. Niettegenstaande de verslechtering van de omstandigheden tijdens de in dit bestek onderzochte periode, is er een tegenstrijdigheid in de opeenvolgende mededelingen van Moody's: zo is er bijvoorbeeld de gunstige evaluatie van 2010, in tegenstelling tot de zeer ongunstige van maart 2011, zulks tegen een achtergrond waarbij geen sprake is van specifieke spanning in verband met de liquiditeit. Vervolgens komt in oktober 2011 een nieuwe *review* van de korte- en langetermijn-ratings, waarbij beide ratings in december 2011 worden afgewaardeerd; de algemene toestand was er in vergelijking met juli dan wel sterk op achteruitgegaan, aan de ratings waren toen nochtans stabiele vooruitzichten gekoppeld. Die communicatiestrategie vergroot wellicht het onbegrip bij de beleggers en is mogelijkwijze een bijkomende stressfactor. Dat is evenwel niet meer dan een veronderstelling, die niet met objectieve elementen kan worden gestaafd.

2. De ratingbureaus voeren fundamentele analyses uit, maar staan bij hun werk ook bloot aan de vragen van de investeerders. Daardoor kunnen de evolutie van de rating en de situatie van de groep zich als een zelfvervullende voorspelling tot elkaar gaan verhouden.

3. Dexia heeft geen ernstige feitelijke fouten ontdekt in de analyses van Moody's. Niettemin laat het management de raad van bestuur op 3 augustus weten dat het de relevantie van de ratinganalyses in twijfel trekt in het licht van de volgende drie punten:

a. Moody's verhoogt de BFSR-rating van de bank in februari 2010, op een ogenblik dat de *liquidity gap*

d'euros, alors qu'à l'été 2011 ils veulent dégrader alors que le *gap* est passé à 100 milliards d'euros;

b. Moody's souligne l'importance de la réserve AFS qui devrait se traduire en perte alors que 60 % du portefeuille de Dexia est éligible et ne doit pas être cédé. De la sorte, Moody's fait un double comptage des AFS puisque l'analyste l'assimile à la fois à une perte et à un trou de liquidités;

c. Moody's ne considère pas la réduction de PWB (*Public and Wholesale Banking*) dans son analyse.

Sur base de cette analyse, Pierre Mariani est sur le point d'écrire au top management de Moody's et aux banques centrales, mais il n'en fera finalement rien à notre connaissance; sans doute dans l'espoir de pouvoir convaincre l'analyste et de faire triompher les arguments du management du groupe. Le dernier point est d'ailleurs interpellant: alors que Dexia est en danger et doit réduire la voilure, Moody's revoit son avis en octobre et considère que la réduction de cette activité PWB est un vecteur d'affaiblissement de Dexia. On peut s'interroger sur ce qu'aurait été l'avis de l'agence si le groupe avait fait le contraire, à savoir augmenter le volume de sa production de crédits. Vraisemblablement, elle aurait lié cette stratégie à un affaiblissement de la liquidité du groupe, et aurait sanctionné le groupe également. Le jeu paraît truqué: "pile je gagne, face tu perds". Sur ce plan, quoi que ferait Dexia, la partie était perdue d'avance.

4. Le silence de Moody's entre 2010 et 2011 est étonnant. Normalement une ANC émet une credit opinion tous les 6 mois. Or pour Dexia, il ne s'est rien passé entre février 2010 et mars 2011, soit plus d'un an. Cette absence peut expliquer le sentiment d'urgence qui a animé les analystes en mars 2011 mais crée une situation inconfortable dans laquelle le marché n'est informé que par le biais de "*rating actions*"; mode de communication plus immédiat et stressant.

5. Le groupe Dexia a été suivi ces dernières années par un très grand nombre d'analystes de chez Moody's. En 3 ans, 5 analystes se sont en effet succédé pour suivre le groupe Dexia qui constitue un dossier pourtant complexe. On aurait pu espérer plus de stabilité dans une période aussi tourmentée.

147 milliard euro bedraagt, terwijl het die rating wil verlagen in de zomer van 2011, wanneer de *liquidity gap* 100 miljard euro bedraagt;

b. Moody's onderstreept het belang van de AFS-reserves, die als een minwaarde zouden moeten worden beschouwd, terwijl 60 % van de portefeuille van Dexia van goede kwaliteit is en niet moet worden afgestoten. Moody's rekent de AFS aldus dubbel aan, met andere woorden als een verliespost én als een *liquidity gap*;

c. Moody's houdt in zijn analyse geen rekening met de afbouw van de PWB-tak (*Public and Wholesale Banking*).

Die analyse zet Pierre Mariani er ei zo na toe aan de hoogste leiding van Moody's en de centrale banken aan te schrijven; voor zover ons bekend, reageert hij uiteindelijk evenwel niet, wellicht omdat hij de hoop koestert dat hij de analisten zal kunnen overtuigen en dat de argumenten van het management van de groep de bovenhand zullen halen. Dit laatste aspect is overigens opmerkelijk: hoewel Dexia in woelig water is terechtgekomen en zijn activiteiten moet terugschroeven, stuurt Moody's zijn advies in oktober bij en geeft het aan dat de inkrimping van die PWB-activiteit een factor is die Dexia verzwakt. Men kan afvragen wat het oordeel van het ratingbureau zou zijn geweest mocht de groep net het tegendeel hebben gedaan, namelijk het volume van de productie inzake kredieten hebben opgedreven. Allicht zou het ratingbureau in die strategie een verzwakking van de liquiditeitspositie van de groep hebben gezien, en zou het dus ook in dat geval de groep hebben aangepakt. Het lijkt erop dat al van bij het begin duidelijk was waar het zou eindigen; de uitslag stond bij voorbaat vast. Wat Dexia terzake ook deed, de groep zou hoe dan ook aan het kortste eind trekken.

4. Het stilzwijgen van Moody's tussen begin 2010 en begin 2011 wekt verbazing. Normalerweise maakt een ratingbureau om de zes maanden een credit opinion bekend. Met betrekking tot Dexia bleef het evenwel windstil tussen februari 2010 en maart 2011, met andere woorden ruim een jaar lang. Die lacune verklaart wellicht waarom de analisten in maart 2011 met een sense of urgency hebben gereageerd; tegelijkertijd ontstaat door die lacune een ongemakkelijke situatie, waarbij de markten louter worden geïnformeerd via de *rating action*, waarvan de communicatie veel directer is en meer stress veroorzaakt.

5. De Dexia-groep werd de jongste jaren door heel wat analisten bij Moody's gevolgd. Ondanks de complexiteit van het dossier hebben over een periode van drie jaar achtereenvolgens vijf analisten de Dexia-groep gevolgd. In een dergelijke woelige periode ware meer stabiliteit wenselijk geweest.

3.2 Interprétation

Il est évident que la lecture critique des anomalies constatées lors du processus nécessite un certain détachement, et doit nécessairement être menée avec circonspection. Néanmoins, on peut exprimer ici des doutes importants quant à la rigueur avec lequel le processus, dont on rappellera qu'il a été légal pour l'intégrité du groupe et qu'il a occasionné une perte colossale pour ses actionnaires et des risques majeurs pour les États belge et français (et dans une moindre mesure luxembourgeois), a été mené au sein de Moody's.

Ces réflexions sont de trois ordres: (i) l'influence d'éléments subjectifs dans le processus de décision, (ii) les effets de marché pouvant semer le doute quant au caractère hermétique du processus, et (iii) la prise en compte de l'impact des avis exprimés sur le marché.

3.2.1 L'influence d'éléments subjectifs

On ne peut que partager l'étonnement du management de Dexia quant à la manière dont les relations entre Dexia et Moody's se sont déroulées, du moins selon la façon dont cela nous a été relaté. Le climat d'incompréhension profonde entre le management de Dexia et l'équipe déléguée par Moody's depuis 2011 a fortement abîmé les échanges. Cela s'est envenimé au point que bon nombre de personnes chez Dexia sont, semblent-ils, convaincus a posteriori que l'objectif de Moody's était de dégrader Dexia. La mise en évidence d'anomalies dans le processus a par ailleurs été confirmée par plusieurs avis indépendants d'institutions spécialisées dans ces problématiques sollicités par le groupe. Mais pourquoi? Deux pistes d'explication potentielles, qui ne sont pas nécessairement mutuellement exclusives, ont été évoquées chez Dexia et chez les observateurs indépendants interrogés.

La première piste d'explication potentielle, c'est que l'agence s'est rendue compte que la situation financière de Dexia, que le risque de liquidité persistant et l'exposition à la dette souveraine rendaient particulièrement vulnérable à une dégradation de la situation, avait été indûment et trop longtemps préservée des foudres de Moody's au cours des années précédentes, y compris lors de l'avis favorable rendu en février 2010. Dans les circonstances de 2011, il convenait de se montrer relativement plus dur envers les faibles pour montrer aux investisseurs institutionnels que Moody's anticipait les problèmes plutôt que de les subir, et Dexia présentait un profil adéquat pour une telle démonstration. D'après cette piste évoquée par le management, il y aurait donc eu une volonté délibérée d'aboutir à la conclusion que

3.2 Interpretatie

Uiteraard is een zekere afstand vereist om de tijdens het hele ratingproces vastgestelde anomalieën kritisch te benaderen. Zulks moet bovendien met de nodige omzichtigheid gebeuren. Niettemin kan gereede twijfel worden geuit over de nauwkeurigheid waarmee het ratingproces zich bij Moody's heeft voltrokken - een proces dat overigens fatale gevolgen heeft gehad voor de integriteit van de groep, massale verliezen bij de aandeelhouders heeft veroorzaakt en belangrijke risico's heeft meegebracht voor zowel de Belgische als de Franse (en in mindere mate de Luxemburgse) Staat.

Die beschouwingen zijn van drieërlei aard: (i) de invloed van subjectieve elementen in de besluitvorming, (ii) het markteffect dat twijfel kon doen rijzen in verband met de hermetische aard van het proces, en (iii) de inachtneming van de weerslag van de beoordelingen op de markt.

3.2.1 Invloed van subjectieve elementen

Men kan de verbazing van het Dexia-management over de wijze waarop de betrekkingen tussen Dexia en Moody's zijn verlopen alleen maar delen, althans op grond van wat ons in dat verband is meegedeeld. Het klimaat van diep onbegrip tussen het Dexia-management en het sinds 2011 door Moody's afgevaardigde team heeft de uitwisseling van informatie sterk vertroebeld. De betrekkingen verzuurden dermate dat veel mensen bij Dexia er achteraf kennelijk van overtuigd waren dat het Moody's bedoeling was Dexia een lagere rating te geven. De in het proces aangehaalde anomalieën werden overigens bevestigd door verscheidene onafhankelijke beoordelingen van in die problematiek gespecialiseerde instituten waar de groep een beroep op had gedaan. Maar waarom? Er zijn bij Dexia en de ondervraagde onafhankelijke waarnemers twee mogelijke verklaringen naar voren gekomen, die elkaar niet noodzakelijk uitsluiten.

De eerste mogelijke verklaring is dat het ratingbureau tot het besef is gekomen dat de financiële toestand van Dexia, die in hoge mate verder dreigde te verslechteren door het aanhoudende liquiditeitsrisico en de blootstelling aan het staatsschuldenrisico, de jaren ervoor ten onrechte en al te lang aan de banbliksems van Moody's was ontsnapt, ook toen het ratingbureau in februari 2010 een gunstig advies had verleend. In de omstandigheden van 2011 was het zaak zich ten overstaan van de zwakkere spelers iets harder op te stellen om de institutionele beleggers ervan te overtuigen dat Moody's op de gebeurtenissen anticipeerde, in plaats van ze te ondergaan; Dexia vertoonde voor die aanpak het gepaste profiel. Volgens die redenering van het management zou het ratingbureau dus doelbewust naar

le groupe devait être dégradé, et seule la pugnacité dont Dexia a fait preuve dans son combat contre les projets de décision, en mars et juin 2011, ont permis de retarder l'échéance, sans toutefois l'éviter.

La seconde est beaucoup plus liée aux relations interpersonnelles. Comme évoqué par ailleurs, le style de communication du tandem Mariani-Joly, très assertif, peut être interprété — à tort ou à raison, tel n'est pas le propos — comme une forme d'assurance excessive. Cette impression a été fréquemment corroborée par des stakeholders du dossier. Or, en face de ce management sûr de lui, on retrouve une analyste fraîchement émoulu expérimentée mais avec un background autre que bancaire, et commençant par chercher à comprendre le groupe, ce qui indique aux yeux du management qu'il y a une perte de continuité dans l'analyse du groupe et donc une menace de prise de décision inadéquate et potentiellement dommageable. Il n'est pas difficile d'imaginer, dans ce contexte, qu'un rapport de force s'installe rapidement avec, d'une part, un management tentant avec plus ou moins d'adresse d'expliquer son point de vue à l'analyste et, d'autre part, une analyste cherchant à s'affirmer et disposant de l'arme fatale consistant à être du bon côté de la barrière. La relation des discussions avec Moody's indique qu'il y a pas eu une quelconque amélioration de la relation dans le temps. Le coup fatal — le projet de communiqué arrivant tard le jeudi 29 septembre 2011 au soir — pourrait s'apparenter à la sanction redoutée et que l'analyste peut estimer méritée. L'argumentation selon laquelle la diminution de la production en PWB était de nature à fragiliser le BFSR de Dexia semble d'ailleurs aller dans ce sens: on peut se demander ce que l'agence aurait pu considérer comme une bonne nouvelle, si une augmentation de la production affecte la liquidité tandis qu'une diminution affecte sa solvabilité.

Dans les deux cas de figure, on ne pourrait que déplorer que des considérations relativement subjectives aient pu influencer un processus aux conséquences aussi désastreuses pour Dexia.

3.2.2 Les effets de marché

Quand une analyse doit être menée sur un dossier aussi complexe de Dexia, comment procède-t-on du côté d'une ANC? Cette question mérite d'être posée en le cas d'espèce car (a) les modèles standards d'analyse de crédit sont vraisemblablement impuissants en face d'un cas unique comme Dexia, et (b) la discrétion du processus impose en principe de ne prendre aucun contact avec des analystes extérieurs, fin

de conclusion hebben gestreefd dat Dexia moest worden afgewaardeerd; alleen de strijdlustigheid waarmee de Dexia-groep de ontwerpbeslissingen in maart en juni 2011 heeft aangevochten, heeft die afwaardering kunnen uitstellen, maar niet voorkomen.

De tweede verklaring heeft veel meer te maken met de interpersoonlijke relaties. Zoals eerder is aangestipt, kan de heel assertieve communicatiestijl van de tandem Mariani-Joly worden geïnterpreteerd als een vorm van extreme zelfverzekerdheid; of dat al dan niet terecht is, doet niet ter zake. Die indruk werd herhaaldelijk bevestigd door betrokken actoren. Op een bepaald ogenblik echter komt dat zelfzekere management te staan tegenover een nieuwbakken analiste die weliswaar ervaring heeft, maar met een andere achtergrond dan de banksector, en in de eerste plaats de Dexia-groep wil leren begrijpen. Het management percipieert dat als een discontinuïteit in de opvolging van de Groep en bijgevolg als een dreiging voor inaccurate besluitvorming, die voor de groep rampzalig kan uitdraaien. In die omstandigheden valt het makkelijk te begrijpen dat al snel een machtsstrijd ontstaat tussen aan de ene kant een management dat — niet altijd even handig — zijn standpunt tracht uiteen te zetten aan de analiste, en aan de andere kant een analiste die zichzelf wil bewijzen en over het ultieme wapen beschikt, in die zin dat zij het laatste woord heeft. De weergave van het overleg met Moody's laat zien dat de betrekkingen mettertijd geenszins zijn verbeterd. Wanneer in de late avond van donderdag 29 september 2011 aan de groep het ontwerpcommuniqué wordt bezorgd, kan die genadeslag worden beschouwd als de sanctie waarvoor werd gevreesd — al was die sanctie in de ogen van de analiste mogelijk terecht. Het argument als kon een lagere PWB-productie de BFSR van Dexia in gevaar brengen, lijkt overigens in die richting te gaan: men kan zich afvragen wat het ratingbureau dan wel als goed nieuws zou kunnen hebben beschouwd, als een hogere productie een gevaar was voor de liquiditeit, en een lagere productie de solvabiliteit kon aantasten.

In beide veronderstellingen kan men alleen maar betreuren dat relatief subjectieve overwegingen hebben kunnen meespelen bij een proces dat voor Dexia dergelijke rampzalige gevolgen heeft gehad.

3.2.2 Impact op de markten

Hoe gaat een ratingbureau te werk als een analyse moet worden gemaakt van een dermate complex dossier als dat van Dexia? Die vraag is meer dan terecht, aangezien (a) de standaardmodellen voor kredietbeoordeling waarschijnlijk niet berekend zijn op een uniek geval als dat van Dexia, en (b) de discretie van het ratingproces inhoudt dat men in de regel geen enkel contact heeft met externe analisten die het dossier dan

connaisseurs du dossier, mais dont des sollicitations de la part d'une agence de notation pourrait induire une certaine suspicion.

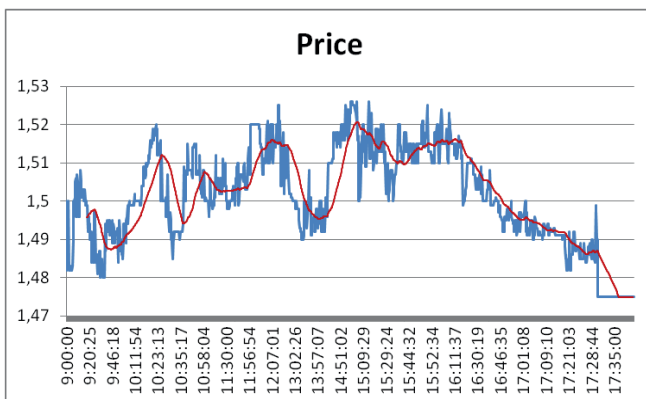
S'il est impossible de fournir une réponse satisfaisante au point (a), il est possible d'investiguer (b). En l'occurrence, le communiqué de presse du 3 octobre 2011 était de nature à provoquer un assèchement du financement interbancaire de Dexia; quiconque dans le marché financier aurait connaissance de cette information au préalable disposerait d'une information de première main, car elle induirait sans aucun doute une forte baisse du cours de l'action.

Or, il est possible d'examiner les mouvements sur le cours de l'action préalablement à la publication de cet avis. Le projet de communiqué a été envoyé à Dexia le jeudi 29 septembre en soirée. L'examen de l'évolution des cours intra-journaliers de Dexia le 29 (avant diffusion du projet de communiqué) et le 30 (projet de communiqué sous embargo et appel en cours) montre les comportements suivants:

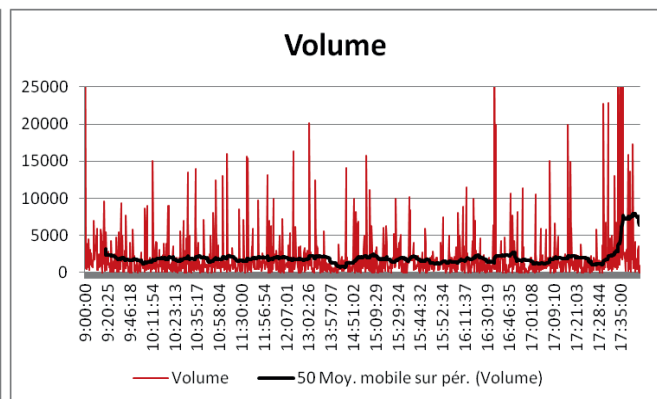
wel tot in de puntjes kennen, maar die niet door een ratingbureau kunnen worden geraadpleegd omdat aldus tot uiting kan komen dat er iets op til is.

Het is onmogelijk een bevredigend antwoord te geven op punt (a), maar het is mogelijk punt (b) te onderzoeken. In dit geval was het persbericht van 3 oktober 2011 van die aard dat het kon leiden tot het opdrogen van de interbancaire financiering van Dexia; iedereen op de financiële markt die van die informatie vooraf op de hoogte zou zijn, beschikte over een inlichting uit de eerste hand, die ongetwijfeld zou leiden tot een sterke daling van de koers van het aandeel.

Het is echter mogelijk de koersbewegingen van het aandeel vóór de publicatie van dat bericht te onderzoeken. Het ontwerpbericht is naar Dexia gestuurd op donderdag 29 september, 's avonds. Uit het onderzoek van de intraday-schommelingen van het Dexia-aandeel op 29 september (vóór de verspreiding van het bericht) en op 30 september (ontwerpbericht onder embargo en verweer aan de gang) blijkt het volgende:



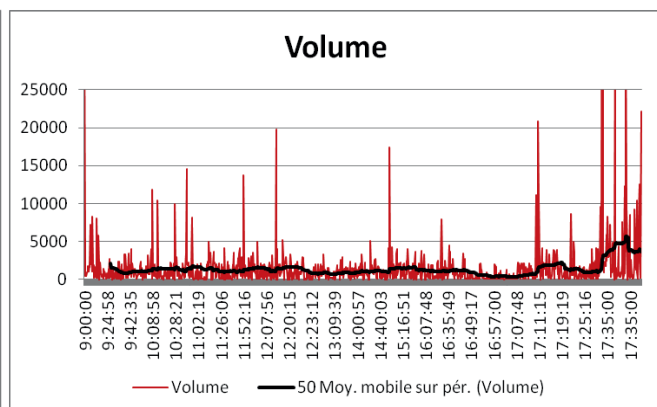
Évolution du prix et volume de l'action Dexia – 29/9/2011



Evolutie van de prijs en het volume van het Dexia-aandeel - 29/9/2011



Évolution du prix et volume de l'action Dexia – 30/9/2011



Evolutie van de prijs en het volume van het Dexia-aandeel - 30/9/2011

Sur la journée du 29 septembre, l'action Dexia a perdu 1,7 %, alors que dans le même temps l'indice de référence Euro Stoxx Banks gagnait 3,5 % passant de 104,36 à 108,01; soit une différence de 5,2 % entre le rendement de l'action et celui de l'indice, dans de gros volumes. À partir de 16h, le cours a littéralement dégringolé, comme le montre la moyenne mobile sur base des 50 dernières observations: on est passé d'un niveau de 1,515 environ à une clôture à 1,48. Les volumes de fin de séance furent particulièrement élevés. Le lendemain, la tendance de Dexia fut négative (-2,16 %), mais pas très différente de celle du secteur bancaire, dont l'indice de référence passa de 107,96 à 105,34 (-2,43 %), qui plus est dans des volumes beaucoup plus faible.

L'information des graphiques précédents n'est certainement pas suffisante pour induire qu'il y a lieu de soupçonner un partage anticipé de l'information sensible sur l'avis de Moody's — ce qui étairait la thèse d'un partage de l'information entre l'agence et le marché, avec toutes les conséquences disciplinaires que cela pourrait occasionner. Cette analyse n'est ni du ressort du présent rapport, ni de sa responsabilité. Néanmoins, il y a vraisemblablement des éléments intéressants à retirer de cette analyse qui pourraient déclencher une enquête de la part des autorités de marché.

3.2.3 La prise en compte de l'impact de l'avis sur le marché

Si les deux dimensions évoquées précédemment ne sont que des conjectures, la dernière, la plus grave, est une certitude. Dans les circonstances de marché qui prévalaient à la fin du mois de septembre 2011, l'agence Moody's ne pouvait ignorer, vu sa connaissance approfondie des marchés, que la diffusion du communiqué de presse le lundi matin, avant l'ouverture des marchés financiers continentaux, déclencherait immédiatement un mouvement de repli des institutions financières, un retrait de la quasi-totalité des dépôts institutionnels placés chez Dexia, une impossibilité de trouver des financements *unsecured*, et *in fine* un recours aux ELA et une disruption brutale des activités du groupe. Comme l'a judicieusement évoqué une personne familière du dossier: "s'ils savent bien analyser les banques, ils savent bien analyser les conséquences de leurs actions."

Il s'agit ici de la seule accusation formelle, mais clairement celle qui est potentiellement la plus grave, que l'on peut porter vis-à-vis de Moody's dans ce rapport. En effet, l'agence ne pouvait pas ignorer qu'elle ne pouvait que se tromper en émettant son avis. Le fait de mettre Dexia sous *credit watch* négatif à court terme aboutissait immédiatement et quasi automatiquement à ce que Dexia ne puisse plus du tout se financer à court

Op 29 september verliest het Dexia-aandeel 1,7 %, terwijl *benchmark* Euro Stoxx Banks die dag 3,5 % wint (van 104,36 naar 108,01); dat betekent dus een verschil van 5,2 % tussen het rendement van het aandeel en dat van de referentie-index, bij grote volumes. Vanaf 16u is de koers letterlijk ingestort, zoals blijkt uit het voortschrijdend gemiddelde op basis van de laatste 50 waarnemingen: van een niveau van ongeveer 1,515 euro naar 1,48 euro bij de sluiting. De volumes op het einde van de beursdag waren bijzonder groot. De dag erop was de trend bij Dexia negatief (-2,16 %), maar niet zo verschillend van die van de banksector, waar de benchmark daalde van 107,96 naar 105,34 (-2,43 %) (bovendien bij veel lagere volumes).

De informatie uit de voorgaande grafieken volstaat zeker niet om eruit af te leiden dat de gevoelige informatie over het bericht van Moody's vervroegd ruimer bekend is geworden — wat de stelling zou schragen van een informatiek tussen het ratingbureau en de markt, met alle mogelijke daaruit voortvloeiende tuchtrechtelijke gevolgen. Voor die analyse is de auteur van dit rapport bevoegd noch verantwoordelijk. Toch kan men uit die analyse waarschijnlijk interessante elementen halen die de marktautoriteiten tot een onderzoek zouden kunnen doen overgaan.

3.2.3 De incalculering van de impact van het oordeel op de markt

Beide hiervoor ter sprake gebrachte aspecten zijn slechts vermoedens, maar het laatste en meest zwaarwichtige is een zekerheid. In de marktomstandigheden van eind september 2011 moest Moody's, gelet op zijn grondige kennis van de markten, zeker weten dat de verspreiding van het persbericht op maandagochtend, vóór de opening van de financiële markten op het vasteland, onmiddellijk zou leiden tot het terugplooiën van de financiële instellingen, een terugtrekking van vrijwel alle institutionele deposito's bij Dexia, het onvermogen om *unsecured* financiering te vinden, en uiteindelijk gebruikmaking van de ELA en een bruuske verstering van de activiteiten van de groep. Zoals terecht is geopperd door iemand die met het dossier vertrouwd is: "als ze de banken goed kunnen analyseren, weten ze ook goed wat de gevolgen van hun daden zijn."

Dat is de enige formele beschuldiging, maar overduidelijk potentieel ook de meest ernstige, die men in dit rapport ten opzichte van Moody's kan formuleren. Het ratingbureau moest immers zeker weten dat het een vergissing beging door zijn oordeel uit te brengen. Door Dexia een negatieve *credit watch* op korte termijn te geven, leidde dit er onmiddellijk en vrijwel automatisch toe dat Dexia op korte termijn geen financiering meer

terme, ce qui est infiniment plus sévère que la “simple” menace brandie par Moody’s. En d’autres termes, Moody’s ne pouvait que se tromper sciemment en rendant son avis. Il s’agit d’une erreur manifeste et prévisible, donc fautive, de la part de l’agence.

Notons que S&P ne doit pas être épargné non plus. Le même phénomène d’impact majeur de l’avis lui-même sur le marché américain a été observé en mai 2011. L’erreur méthodologique est parfaitement identique, même si les conséquences en ont été moins funestes, du moins à court terme.

Cette constatation, dramatique pour Dexia, démontre par l’absurde l’inutilité, voire le caractère pernicieux, des avis que peuvent rendre les agences de notation en période de stress de marchés: l’avis est rendu en considérant la situation de marché préalable à cet avis, donc “toutes autres choses restant égales”. Or, l’avis porte sur une vision prospective de la situation; elle porte sur un avenir prévisible. Une agence de notation ne peut donc ignorer que le marché, dans le futur, devra intégrer cet avis et que donc on raisonne de manière dynamique. Moody’s a ignoré cette évidence, et a donc rendu un avis qui s’avérait faux dès le moment où il était diffusé.

4. Conclusion

L’examen du rôle des agences de notation révèle un contraste entre les critiques que l’on peut adresser à Fitch et Standard and Poor’s, vis-à-vis desquels, malgré leur sévérité quasiment égale à celle de Moody’s, on ne relève pas a priori d’erreurs manifestes, et Moody’s, sur laquelle pèsent certains soupçons difficilement vérifiables, mais à qui l’on peut à tout le moins reprocher la faute évidente de n’avoir pas mesuré, alors que l’agence en était capable et responsable, les conséquences des son communiqué du 3 octobre 2011 qui rendaient *de facto* caduc le communiqué lui-même et qui entraînait de manière quasi automatique un dommage évident pour le groupe Dexia et ses *stakeholders*, et pour les populations belge et française à travers les risques pris par leurs gouvernements afin de venir à la rescousse du groupe.

Les recommandations qui émaneront de cette section doivent faire preuve de mesure, certes, mais également de vigueur et de conviction. Il n’est pas acceptable que des détails — c’est bien de cela qu’il s’agit — pèsent d’un tel poids sur le destin d’un pays et de ses citoyens, et d’un groupe financier systémique, de son personnel

kon vinden, wat oneindig veel ernstiger is dan mocht Moody’s alleen maar met een “simpele” dreiging hebben gezwaaid. Moody’s maakte met andere woorden bewust een vergissing door zijn oordeel uit te brengen. Dat is kennelijk een uitglijder met voorspelbare gevolgen, en dus een fout vanwege het ratingbureau.

Wij stippen aan dat ook S&P niet vrijuit gaat. Hetzelfde fenomeen van grote invloed van het oordeel op de Amerikaanse markt heeft zich voorgedaan in mei 2011. De methodologische fout is volkomen dezelfde, al waren de gevolgen ervan minder desastreus, althans op korte termijn.

Die voor Dexia dramatische vaststelling vormt het bewijs uit het ongerijmde van de nutteloosheid, of zelfs verderfelijkheid, van de oordelen die de ratingbureaus in tijden van marktstress kunnen vellen: het oordeel wordt uitgebracht door uit te gaan van de marktsituatie vóór het oordeel, waarbij “alle andere zaken hetzelfde blijven”. Maar het oordeel heeft betrekking op een toekomstige visie van de situatie; het heeft betrekking op een te verwachten toekomst. Een ratingbureau kan niet anders dan weten dat de markt met dat oordeel in de toekomst rekening zal moeten houden en dus dat dynamisch wordt geredeneerd. Moody’s heeft dat evidente gegeven genegeerd, en heeft bijgevolg een oordeel uitgebracht dat verkeerd is uitgedraaid zodra het werd verspreid.

4. Conclusies

Het onderzoek van de rol van de ratingbureaus toont een contrast aan tussen de mogelijke kritiek op Fitch en Standard & Poor’s, bij wie men ondanks de nagenoeg even grote gestrengheid als bij Moody’s niet a priori kennelijke fouten kan ontwaren, en Moody’s, waarop een aantal moeilijk te controleren vermoedens wegen; men kan dat ratingbureau echter op zijn minst de voor de hand liggende fout verwijten dat het, hoewel het daartoe in staat was en ervoor verantwoordelijk was, geen inschatting heeft gemaakt van de gevolgen van het persbericht van 3 oktober 2011, die het communiqué zelf *de facto* achterhaald maakten en dat vrijwel automatisch overduidelijk nadeel berokkende aan de Dexia-groep en de stakeholders ervan, én aan de Belgische en de Franse bevolking, via de risico’s die hun beider regering nadien hebben genomen om de groep ter hulp te komen.

De aanbevelingen die uit dit deel zullen voortvloeien, moeten zeker blijk geven van mate, maar ook van kracht en overtuiging. Het is onaanvaardbaar dat details — en daar gaat het wel degelijk over — zo zwaar doorwegen op het lot van een land en zijn burgers, en op het lot van een financiële systeeminstelling, het personeel ervan

et de l'ensemble des gens qui lui ont fait confiance. Le pouvoir, réel ou assumé, des agences de notation dans ce contexte est largement usurpé, et des mesures concrètes doivent être prises afin que ce pouvoir soit sévèrement contrôlé et fondamentalement jugulé. Les dispositions prises au niveau de l'Union européenne et du G20 sont une chose, mais le Parlement a son mot à dire grâce à son expérience dans un cas d'espèce emblématique.

5. Annexe: processus de notation

L'analyste principal(e) est la personne chargée des interactions avec l'entité évaluée par Moody's. C'est également lui(elle) qui sera chargé(e) de soumettre une recommandation sur la notation au comité de notation dans un rapport préliminaire⁵.

Les différentes phases menant à l'octroi ou la révision d'une note sont:

1) Collecte d'informations par l'analyste principal via sources externes (voir liste dans documents pour complément d'informations) ou en collaboration avec l'entité évaluée. Une analyse de l'entité est ensuite réalisée sur base de facteurs quantitatifs et qualitatifs et un rapport préliminaire est constitué afin d'être soumis au comité de notation.

2) La constitution du comité de notation est un élément essentiel du processus d'attribution des notes par Moody's⁶. La note de crédit attribuée résulte d'un vote à la majorité par les membres du comité. La composition du comité (noms et fonctions des participants) ainsi que la répartition des votes entre les différents membres constituent des informations qui ne peuvent être communiquées aux membres tiers à l'agence de notation. La composition du comité est décidée par l'analyste principal en collaboration avec le président du comité, chargé de modérer et stimuler le débat contradictoire sur la note à attribuer en mêlant à la discussion tous les membres du comité sans tenir compte de leur ancienneté.

La composition variera selon la complexité de l'entité à analyser et peut/doit inclure:

⁵ Il est clairement stipulé dans le code des services aux investisseurs de l'agence qu'aucune décision quant à la note d'une entité ne peut être prise par un individu unique mais doit être systématiquement soumise au processus collégial du comité de notation (*Rating committee*).

⁶ Voir Moody's Investors Service (2010), *Moody's Investors Service Best Practices Guidance for the Credit Rating Process*, document interne.

en alle mensen die er vertrouwen in hebben gehad. De reële of vermeende macht van de ratingbureaus in deze context is grotendeels onrechtmatig verworven. Er moeten derhalve concrete maatregelen worden getroffen om streng toe te zien op die macht en die fundamenteel aan banden te leggen. De regelingen op het vlak van de EU en de G20 zijn één zaak, maar het Parlement staat terzake zeker niet machteloos, op grond van zijn ervaring met een bijzonder emblematisch geval.

5. Bijlage: ratingproces

De hoofdanalist(e) is de persoon die belast is met de interactie met de door Moody's beoordeelde entiteit. Tevens is hij/zij degene die tot taak krijgt in een voorlopig verslag⁵ een aanbeveling in verband met de rating voor te leggen aan het rating committee (ratingcomité).

Hieronder staan de verschillende stadia opgesomd die leiden tot de verlening of herziening van een rating.

1) De hoofdanalist(e) wint informatie in via externe bronnen (*cf.* de lijst in de ter toelichting verstrekte documenten), dan wel in samenwerking met de geëvalueerde entiteit. Vervolgens wordt de entiteit geanalyseerd op grond van kwantitatieve en kwalitatieve factoren en wordt een voorlopig verslag uitgebracht om aan het ratingcomité te worden voorgelegd.

2) De samenstelling van het ratingcomité is een cruciaal aspect van het proces dat uitmondt in de toekenning van de ratings door Moody's⁶. De toegekende credit rating is het resultaat van een meerderheidsstemming onder de leden van het comité. De samenstelling van het comité (namen en functies van de deelnemers) en de stemmenverdeling over de verschillende leden zijn gegevens die niet mogen worden meegedeeld aan buiten het ratingbureau staande derden. Over de samenstelling van het comité wordt beslist door de hoofdanalist in samenwerking met de voorzitter van het comité, die tot taak heeft het debat op tegenspraak over de toe te kennen rating te modereren en te stimuleren door alle leden bij de bespreking te betrekken, ongeacht hun anciënniteit.

De samenstelling zal verschillen naargelang de complexiteit van de te analyseren entiteit en kan/moet de volgende personen omvatten:

⁵ In de gedragscode van het ratingbureau betreffende de dienstverlening aan de beleggers staat duidelijk bepaald dat geen enkele beslissing omtrent de rating van een entiteit door één enkele persoon mag worden genomen, maar dat die stelselmatig moet worden onderworpen aan een collegiaal besluitvormingsproces binnen het rating committee (ratingcomité).

⁶ Zie Moody's Investors Service (2010), *Moody's Investors Service Best Practices Guidance for the Credit Rating Process*, intern document.

- a. l'analyste suppléant de l'entité;
- b. un ou plusieurs analystes de la même équipe que l'analyste principal;
- c. du personnel ayant une plus grande ancienneté (en ce compris des responsables risque, responsables crédit,...);
- d. des spécialistes ou analystes supplémentaires si les circonstances le justifient;
- e. la présence d'autres membres du personnel tels que des économistes, analystes d'entités du même secteur ou d'entités ayant la même note de crédit est fortement encouragée;
- f. l'inclusion de membres ayant moins d'ancienneté est également encouragée pour des raisons de formation.

Les facteurs déterminant la composition du comité sont fournis dans les documents sources (à ajouter au besoin). L'analyste principal se charge des convocations et privilégie un nombre impair de participant afin de réduire la probabilité d'égalité dans les votes.

3) Le président du comité détermine avant le début des débats l'éligibilité des membres pour le vote. De manière générale, les analystes de support et les employés ayant moins d'ancienneté sont encouragés à exprimer leur opinion mais ne sont pas autorisés à voter⁷. Le comité doit conclure par un vote majoritaire (plus de 50 % des voix) en faveur d'une note de crédit spécifique. L'analyste principal et son/ses suppléants votent en premier suivi par les autres membres dans un ordre d'ancienneté croissant. Le dernier vote est donné par le président du comité. Chaque votant est encouragé à donner une brève justification de son choix de note. Le timing des débats est ajusté de manière à ce que l'entité évaluée puisse être informé de la décision quant à sa note directement après la clôture du comité.

4) Après s'être vu notifié la décision prise par le comité, l'entité dispose d'un droit d'appel qui ne sera reconnu par l'analyste principal que si la preuve est faite que de nouvelles informations indisponibles lors du vote initial peuvent être fournies et qu'elles peuvent avoir une influence déterminante sur l'orientation de la décision prise par le comité. Une condition nécessaire à la

⁷ Il n'est fait exception à ce principe qu'en de rares occasions.

- a) de plaatsvervangend analist van de entiteit;
- b. een of meer analisten van hetzelfde team als de hoofdanalist;
- c. medewerkers met meer anciënniteit (met inbegrip van risicobeheerders, kredietbeheerders enzovoort);
- d. bijkomende analisten of specialisten, zo de omstandigheden dat vereisen;
- e. de aanwezigheid van andere medewerkers, zoals economen, analisten van entiteiten uit dezelfde sector of entiteiten met dezelfde credit rating, wordt sterk aangemoedigd;
- f. de opname in het comité van personeelsleden met minder anciënniteit wordt eveneens aangemoedigd voor opleidingsdoeleinden.

De factoren die de samenstelling van het comité bepalen, worden aangegeven in de (desnoods bij te voegen) brondocumenten. De hoofdanalist zorgt voor de oproepingen en geeft de voorkeur aan een oneven aantal deelnemers om de kans op staking van stemmen te verminderen.

3) Vóór de aanvang van de besprekingen bepaalt de voorzitter van het comité welke leden stemgerechtigd zijn. Over het algemeen worden de ondersteunende analisten en de medewerkers met minder anciënniteit weliswaar aangemoedigd om hun mening kenbaar te maken, maar zij zijn niet stemgerechtigd⁷. Het comité moet bij meerderheid van stemmen (met meer dan 50 % van de stemmen) beslissen ten gunste van een welbepaalde rating. De hoofdanalist(e) en zijn/haar afgevaardigden brengen als eersten hun stem uit, gevolgd door de andere leden in een oplopende volgorde van anciënniteit. De laatste stem wordt uitgebracht door de voorzitter van het comité. Iedereen die stemt, wordt aangemoedigd zijn keuze voor een rating bondig toe te lichten. De timing van de debatten wordt dusdanig bijgestuurd dat de beoordeelde entiteit van haar rating in kennis kan worden gesteld onmiddellijk nadat de comitévergadering werd gesloten.

4) Nadat de entiteit in kennis werd gesteld van de beslissing van het comité heeft ze recht op beroep, dat door de hoofdanalist alleen zal worden erkend als het bewijs wordt geleverd dat nieuwe, bij de eerste stemming onbeschikbare informatie kan worden verschaft en dat die informatie een doorslaggevende invloed kan hebben op de strekking van de beslissing van het comité. Opdat

⁷ Van dat beginsel wordt slechts zelden afgeweken.

reconnaissance du droit à faire opposition à la décision est la faculté de l'entité à fournir des preuves matérielles solides justifiant la remise en cause de la décision prise par le comité. Cette condition est principalement introduite afin d'éviter les recours systématiques visant à retarder l'annonce de la note de crédit. Les documents invoqués lors de la procédure d'appel doivent pouvoir être fournis dans les heures qui suivent la notification de la décision du comité⁸. Il est à noter que le laps de temps pendant lequel l'entreprise peut faire appel varie selon les cas, tout comme le temps s'écoulant entre la notification de la note et l'annonce publique⁹. On peut toutefois inférer que le délai laissé à l'entité est proche d'un jour ouvrable.

zou worden erkend dat de entiteit gerechtigd is tegen de beslissing verzet aan te tekenen, is het noodzakelijk dat zij bij machte is afdoende materiële bewijzen aan te voeren die verantwoordt dat de door het comité genomen beslissing ter discussie wordt gesteld. Die voorwaarde wordt hoofdzakelijk ingesteld om te voorkomen dat stelselmatig beroep wordt aangetekend om de aankondiging van de credit rating te vertragen. De bij de beroepsprocedure aangevoerde documenten moeten kunnen worden verstrekt binnen enkele uren na de kennisgeving van de beslissing van het comité⁸. Opgemerkt zij dat de tijdsperiode waarbinnen de onderneming beroep kan instellen verschilt naargelang het geval, evenals de tijd die verloopt tussen de kennisgeving van de rating en de openbare aankondiging⁹ ervan. Wel mag worden geconcludeerd dat de entiteit een termijn krijgt van bijna één werkdag.

⁸ Un délai peut être octroyé par l'analyste principal en concertation avec les responsables seniors lorsque les circonstances le justifient.

⁹ À titre d'exemple, les états sont notifiés de la décision quant à leur note de crédit souverain douze heures avant l'annonce publique.

⁸ Indien de omstandigheden het verantwoordt, kan de hoofdanalist uitstel toestaan in overleg met de senior responsible officers.

⁹ Staten bijvoorbeeld worden van hun nationale credit rating in kennis gesteld, twaalf uur voordat die openbaar bekend wordt gemaakt.

CHAPITRE 5

L'influence des groupes de pression sur la gestion de Dexia

La conjonction de la situation initiale de Dexia avec la crise souveraine n'est pas le seul jeu de facteurs responsables de la chute du groupe en octobre 2011. À l'intérieur comme à l'extérieur du périmètre du groupe, on peut mettre en évidence un certain nombre de responsabilités, individuelles ou collectives. Ces responsabilités sont liées aux influences de nature négative qui ont été exercées sur le management du groupe et qui ont entraîné une perte de valeur de celui-ci. Les responsabilités du management lui-même sont analysées dans la section suivante.

On distingue les influences internes liées au fonctionnement du conseil d'administration, et l'impact des groupes de pression externes, à l'exception des agences de notation, étudiées ci-avant, ainsi que de la Commission européenne qui fait l'objet d'un chapitre séparé.

1. Influences internes

Le rôle et le fonctionnement du conseil d'administration a, d'après tous les éléments recueillis jusqu'ici, eu un rôle primordial dans le destin du groupe. La dynamique de ce conseil d'administration, par ailleurs animé d'intentions qui ne sont en aucune manière remises en question vis-à-vis de la volonté d'assurer la survie et la pérennité du groupe, n'a pas produit les résultats escomptés. La problématique est délicate et doit être traitée avec doigté et précaution.

Le graphique suivant découpe la structure de l'actionnariat du groupe. Il est important de considérer ce découpage pour bien appréhender les rapports de force existants ou potentiels qui doivent être mis en évidence.

HOOFDSTUK 5

De invloed van de pressiegroepen op het beheer van Dexia

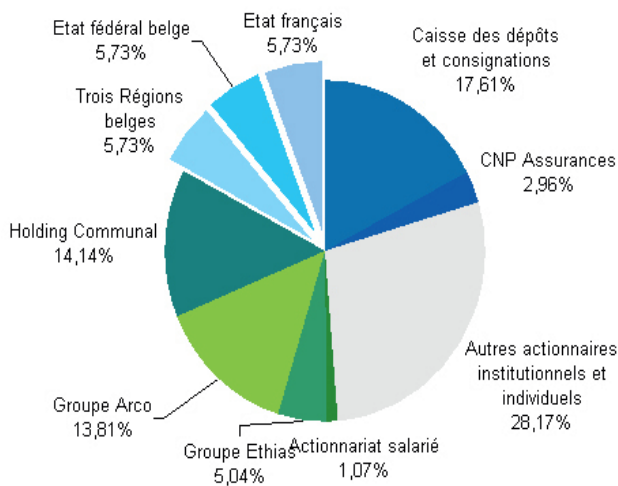
Het samenvallen van de initiële situatie van Dexia met de nationale schuldencrisis vormt niet het enige samenstel van factoren die verantwoordelijk zijn voor de val van de groep in oktober 2011. Zowel binnen als buiten het actieterrein van de groep kan men wijzen op een aantal verantwoordelijkheden, individueel of collectief. Die verantwoordelijkheden houden verband met een aantal negatieve invloeden die op het management van de groep werden uitgeoefend en die resulteerden in een waardevermindering ervan. De verantwoordelijkheden van het management zelf worden in het volgende deel besproken.

Onderscheid wordt gemaakt tussen de interne invloed die verband houdt met de werking van de raad van bestuur, en de impact van de externe pressiegroepen, met uitzondering van de — hiervoor bestudeerde — ratingbureaus, alsook van de Europese Commissie, die in een afzonderlijk hoofdstuk wordt besproken.

1. Interne invloed

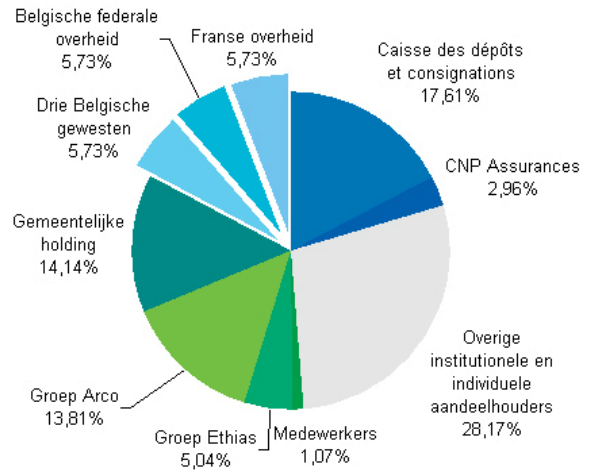
De rol en de werking van de raad van bestuur zijn op basis van alle tot dusver verzamelde informatie doorslaggevend geweest voor het lot van de groep. De dynamiek van die raad van bestuur — overigens bezielde met intenties die ten opzichte van de wens om het voortbestaan en de duurzaamheid van de groep te verzekeren op geen enkele wijze ter discussie worden gesteld — heeft niet de verwachte resultaten opgeleverd. De problematiek is delicaat en moet met tact en omzichtigheid worden behandeld.

De volgende grafiek geeft de verdeling weer van het aandeelhouderschap van de groep. Het is belangrijk die verdeling in ogenschouw te nemen om een goed begrip te krijgen van de bestaande of mogelijke machtsverhoudingen waarop moet worden gewezen.



Structure de l'actionnariat du groupe. Source: Dexia SA

Les statuts de Dexia SA exigent la parité au niveau du conseil d'administration entre administrateurs belges et français. On note déjà le déséquilibre entre les noyaux belge et français à cet égard: si l'on fait abstraction du flottant (autres actionnaires) et de l'actionnariat salarié, les actionnaires belges représentent environ 63 % du total "stable", les Français se partageant le reste. Etant donné que la plupart des actionnaires de référence sont d'origine belge, et que par ailleurs ils ont un portefeuille relativement concentré, le conseil d'administration du groupe présente une structure relativement déséquilibrée. Le tableau suivant en reprend la composition au moment du démantèlement du groupe, avec les pourcentages du capital des groupes qui ont mandé ces personnes.¹



Structuur van het aandeelhouderschap van de groep. Bron: Dexia NV

De statuten van de nv Dexia vereisen pariteit op het vlak van de raad van bestuur tussen de Belgische en de Franse bestuurders. Het gebrek aan evenwicht tussen de Belgische en de Franse kern valt in dat opzicht op: als men geen rekening houdt met de *free float* (andere aandeelhouders) en het werknemersaandeelhouderschap, vertegenwoordigen de Belgische aandeelhouders ongeveer 63 % van het "stabiele" geheel, terwijl de Franse de rest voor hun rekening nemen. Aangezien de meeste referentieaandeelhouders van Belgische oorsprong zijn en zij bovendien een tamelijk geconcentreerde portefeuille hebben, vertoont de raad van bestuur van de groep een vrij onevenwichtige structuur. De volgende tabel geeft de samenstelling weer op het moment van de ontmanteling van de groep, met de kapitaalpercentages van de lastgeversgroepen¹.

Actionnaires belges /Belgische aandeelhouders			Actionnaires français /Franse aandeelhouders		
Jos Clijsters	Exécutif /executive		Pierre Mariani (CEO)	executive	
Jean-Luc Dehaene (P)	onafhankelijk/indép.		Gilles Benoist	onafhankelijk/indép.	
Brigitte Chanoine	onafhankelijk/indép.		Isabelle Bouillot	onafhankelijk/ indep	
Francine Swiggers	Arco	13,81 %	Christian Giacomotto	onafhankelijk/ indep	
Marc Tinant	Arco		Catherine Kopp	onafhankelijk/ indep	
Serge Kubla	Holding Communal Gemeentelijke Holding	14,14 %	Robert de Metz	onafhankelijk/ indep	
Francis Vermeiren	Holding Communal Gemeentelijke Holding		Antoine Gosset-Grainville	CDC	17,61 %
Bernard Thiry	Ethias	5,04 %	Olivier Mareuse	CDC	
Koen Van Loo	SFPI — État belge /FPIM — Belgische Staat	5,73 %	Olivier Bourges	IPE — Franse Staat	5,73 %

Structure du Conseil d'Administration du groupe. Source: Dexia SA

Structuur van de Raad van Bestuur van de groep. Bron: Dexia NV

¹ L'analyse de la gouvernance et des problèmes liés à la différence entre la responsabilité des administrateurs et les objectifs de leurs mandats, avec l'application au cas Dexia, est effectuée dans un chapitre distinct.

¹ De analyse van het beleid en van de problemen in verband met het verschil tussen de verantwoordelijkheid van de bestuurders en de doelstellingen van hun lastgevers (met toepassing op het geval Dexia) wordt in een apart hoofdstuk gemaakt.

On distingue trois groupes représentatifs dans l'analyse: les actionnaires privés de référence en Belgique, les pouvoirs publics belges (au sens large), et les administrateurs français.

1.1 Les actionnaires privés de référence belges

Ensemble, les actionnaires privés (incluant le Holding Communal, qui a une fonction d'utilité similaire) de référence appartenant à l'ancrage belge du groupe représentent 46,6 % de l'actionnariat de référence. On peut identifier deux problèmes liés aux représentants de ces actionnaires dans le développement de la crise souveraine.

1.1.1 L'activisme d'Arco et du Holding Communal

Pour comprendre la situation à laquelle sont confrontés Arco et le Holding Communal (HC), il faut se reporter à l'opération de recapitalisation de 2008, véritable nœud de leur problème commun. À cette époque, Arco est engagé dans un processus de diversification de portefeuille, faisant suite à un diagnostic de trop grande concentration de leur principale position, à savoir dans Dexia. Le HC est confronté à une demande importante des communes belges de leur assurer une certaine stabilité dans les revenus récurrents assurés par le portefeuille, à nouveau principalement investi dans Dexia. Il n'y a économiquement pas d'intérêt à concentrer plus encore leur portefeuille, au-delà des pures considérations de financement, problématiques par ailleurs — voir le chapitre dévolu à cette analyse.

Pourtant, lorsque la recapitalisation d'urgence doit être décidée en octobre 2008, ces deux actionnaires décident de faire le nécessaire afin de ne pas se faire diluer de manière trop importante. Le résultat de ce choix — dont l'objet n'est pas dans cette section de critiquer la pertinence — est une concentration nettement plus importante de leur portefeuille de participations, et un centrage important sur le groupe Dexia, qui devient *de facto* leur problème n° 1. Cette augmentation de capital, qui a par ailleurs été financièrement bénéfique au groupe, a donc considérablement fragilisé ces deux actionnaires de référence en particulier, car ils n'avaient pas les reins suffisamment solides pour épouser l'opération dans le risque systématique de leur portefeuille; pour eux, le risque Dexia est devenu un risque spécifique non-diversifié.

Er zijn drie representatieve groepen in de analyse: de privéreferentieaandeelhouders in België, de Belgische overheid (in ruime zin) en de Franse bestuurders.

1.1 De Belgische privéreferentieaandeelhouders

Samen vertegenwoordigen de privéreferentieaandeelhouders (waaronder de Gemeentelijke Holding, die een soortgelijke nutsfunctie heeft) die tot de Belgische verankering van de groep behoren, 46,6 % van het referentieaandeelhouderschap. Men kan in verband met de vertegenwoordigers van die aandeelhouders in de ontwikkeling van de nationale schuldencrisis twee problemen identificeren.

1.1.1 Het activisme van Arco en de Gemeentelijke Holding

Voor een goed begrip van de situatie waarmee Arco en de Gemeentelijke Holding (GH) werden geconfronteerd, moet worden verwezen naar de herkapitalisatieoperatie van 2008, die de echte kern van hun gezamenlijk probleem vormt. In die tijd was Arco bezig de portefeuille te diversifiëren nadat was gebleken dat de tegoeden té sterk waren geconcentreerd in de grootste positie, met name Dexia. De Gemeentelijke Holding werd door veel Belgische gemeenten aangezocht een zekere stabiliteit te bewerkstelligen van de recurrente inkomsten uit de portefeuille, die eveneens voornamelijk uit Dexia-aandelen bestond. Uit een economisch oogpunt had men er geen belang bij het concentratiepercentage van de portefeuille nog sterker op te voeren, de loutere — overigens problematische — financieringsoverwegingen buiten beschouwing gelaten. In dat verband wordt verwezen naar het hoofdstuk dat aan die analyse is gewijd.

Toen in oktober 2008 echter moest worden beslist dringend tot herkapitalisatie over te gaan, hebben die beide aandeelhouders besloten het nodige te doen om te voorkomen dat hun belang al te veel verwaterde. De uitkomst van die keuze — waarvan de relevantie in dit onderdeel overigens niet ter discussie wordt gesteld — is een duidelijk verhoogde concentratie van de participatieportefeuille; de focus lag op de Dexia groep, die *de facto* hun belangrijkste probleem werd. Die kapitaalverhoging (die voor de groep overigens financieel voordelig is uitgevallen) heeft in het bijzonder die beide referentieaandeelhouders dus fel verzwakt. Ze waren immers niet robuust genoeg om die operatie te doen opgaan in het systematisch risico van hun portefeuille. Voor Arco en de GH werd het risico in verband met Dexia een specifiek niet-gediversifieerd risico.

Comme ces deux actionnaires institutionnels n'ont pas une base actionnariale capitaliste traditionnelle (le groupe Arco a des coopérateurs, le HC travaille pour des communes), la valorisation de marché de leurs actions a une importance nettement moindre que la capacité de Dexia à délivrer des dividendes récurrents. Chez Arco, la participation dans Dexia est détenue à travers la filiale Arcofin. Les coopérateurs qui reçoivent des dividendes sur leurs parts sont imposés d'un précompte mobilier libératoire de 15 % (25 % pour les parts souscrites avant 1994), soit un régime fiscal plus favorable que celui des actionnaires individuels de Dexia en direct. Naturellement, les actionnaires du HC émanent des pouvoirs publics, et donc le régime de taxation en neutre en ce qui les concerne.

Cette double dimension de concentration importante et de préférence pour le dividende a une importance considérable pour expliquer l'activisme dont ont fait preuve les administrateurs désignés par ces deux actionnaires durant la période de développement de la crise souveraine. Cet activisme a eu pour conséquence de réduire considérablement la marge de manœuvre du management dans ses efforts d'accélération du *deleveraging* et d'anticipation des conséquences de la crise souveraine. On peut identifier deux principaux indices des effets négatifs de cet activisme:

D'abord, en juin 2010, une partie des administrateurs freinent la diminution de la production de PWB (*Public and Wholesale Banking*) pour ne pas limiter excessivement les capacités de financement des communes belges pour les années à venir. Même si le HC n'est pas explicitement mentionné, il est naturel de subodorer qu'il s'agit là d'une préoccupation majeure pour cet actionnaire. Or, l'enjeu de Dexia est de réduire le portefeuille par des ventes mais aussi par une réduction du volume de production de crédits au profit de leur rentabilité.

Ensuite, à la fin du mois de mai 2011, les deux actionnaires mettent une pression importante sur le conseil d'administration du groupe afin d'obtenir un maximum de garanties de la part du management que le groupe renouera avec une politique de dividende et une forte solvabilité pour 2012. Alors que le groupe joue sa survie après l'assèchement des liquidités sur le marché US, ils se préoccupent d'enjeux qui peuvent paraître à ce moment secondaires aux yeux du management et des régulateurs. Certains rappellent d'ailleurs à cet égard que leurs mandants représentent par ailleurs la colonne vertébrale du groupe, allusion à leur capacité

Aangezien die beide institutionele aandeelhouders niet kunnen terugvallen op "traditionele" kapitalistische aandeelhouders (de groep Arco heeft coöperanten en de Gemeentelijke Holding werkt voor de gemeenten), is de marktwaarde van hun aandelen veel minder belangrijk dan het vermogen van Dexia om recurrenente dividenden uit te betalen. Arco participeert in Dexia via dochteronderneming Arcofin. Op hun aandelen ontvangen de coöperanten een dividend, waarop een bevrijdende roerende voorheffing van 15 % wordt ingehouden (25 % voor de aandelen waarop vóór 1994 werd ingetekend); zij genieten dus een gunstiger belastingregeling dan de rechtstreekse individuele aandeelhouders van Dexia. Aangezien de aandeelhouders van de Gemeentelijke Holding uiteraard overheidsdiensten zijn, is in dit geval sprake van een neutrale belastingregeling.

De hoge concentratiefactor van de portefeuille van zowel Arco als de Gemeentelijke Holding en hun voorkeur voor dividenden vormen een belangrijke verklaring voor het activisme waarvan de door de beide aandeelhouders aangewezen bestuurders blijk hebben gegeven ten tijde van de staatsschuldencrisis. Door dat activisme beschikte de directie over een veel kleinere manoeuvreerruimte om haar inspanningen met het oog op *deleveraging* te bespoedigen en te anticiperen op de gevolgen van de staatsschuldencrisis. Er zijn twee belangrijke aanwijzingen dat dit activisme wel degelijk kwalijke gevolgen had:

Eerst en vooral wordt vastgesteld dat de afbouw van de PWB (*Public and Wholesale Banking*) -productie in juni 2010 door een aantal bestuurders wordt afgeremd, teneinde het vermogen tot financiering van de Belgische gemeenten in de komende jaren niet bovenmatig in te perken. Ook al wordt de Gemeentelijke Holding in deze context niet uitdrukkelijk vermeld, toch bestaan er gerede vermoedens dat dit streven deze aandeelhouder na aan het hart ligt. Dexia is het er echter om te doen de portefeuille af te bouwen, niet alleen door te verkopen, maar ook door het kredietproductievolume terug te schroeven en de kredieten aldus rendabeler te maken.

Eind mei 2011 ten slotte zetten de beide aandeelhouders de raad van bestuur van de groep sterk onder druk opdat het management maximaal garandeert dat de groep opnieuw zal aanknopen met een dividendgericht beleid en zal streven naar een degelijke solvabiliteit voor 2012. Terwijl de groep er na het opdrogen van de liquiditeitsbronnen op de Amerikaanse markt alles aan doet om te overleven, bekommeren die aandeelhouders zich om aangelegenheden die door het management en de reguletoeren op dat moment als details lijken te worden beschouwd. Sommigen wijzen er trouwens in dat verband op dat hun mandaten de ruggengraat van

d'influence et à l'importance que revêt leur adhésion aux décisions du conseil.

Ces deux exemples montrent dans quelle mesure des positions exprimées par un noyau important et influent d'administrateurs peuvent s'avérer *in fine* dangereuses pour la viabilité de Dexia, pour qui l'urgence est d'abord et avant tout de se mettre rapidement à l'abri du développement de la crise, en accélérant autant que possible la réduction des risques et de la taille du bilan du groupe. Si l'activisme des administrateurs est en soi une bonne attitude, il faut se méfier de la propension de certains administrateurs à privilégier l'intérêt direct de leurs actionnaires au détriment de l'intérêt social. Or, il apparaît que l'attitude de certains administrateurs a pu nuire à la probabilité de survie de Dexia. La principale question qui se pose à ce stade est la mesure dans laquelle ces administrateurs étaient conscients ou non du risque que courrait Dexia si le groupe abondait dans le sens d'un pari sur le futur dividende plutôt qu'une accélération potentiellement salutaire de la réduction du périmètre du groupe.

Plus généralement, la plupart des interventions des administrateurs mandatés par le groupe Arco et le HC dénotent un intérêt marqué pour le dividende: pratiquement toutes les questions, suggestions ou motions font explicitement allusion à la capacité présente ou future de Dexia de générer un dividende en cash à plus ou moins brève échéance. On peut évidemment suspecter qu'au-delà des comptes rendus de conseils et comités, les conversations sont également fortement teintées de cette même préoccupation, au demeurant légitime du point de vue des actionnaires que les administrateurs du HC et d'Arco représentent vu l'importance que revêt la participation dans Dexia pour leur viabilité économique, mais en-dehors de la responsabilité qu'endosse l'administrateur au regard de la loi.

Il faut noter, par contraste, le relatif détachement de l'administrateur représentant Ethias, qui ne semble pas prendre fait et cause explicitement pour ou contre ces positions. L'une des raisons réside probablement dans la différence de perspective d'Ethias par rapport à sa participation sans le groupe: étant une compagnie d'assurances, Ethias est principalement préoccupée par l'évolution de la valeur de marché de l'action Dexia au sein de son bilan, car les règles comptables imposent à l'assureur de prendre en compte la valeur de marché de ses positions et de transcrire les pertes en réduction de fonds propres, même si les pertes ne sont pas

de la groupe vormen, daarmee alluderend op hun invloed en het belang van hun instemming met de beslissingen van de raad.

Uit die voorbeelden blijkt in welke mate standpunten van een belangrijke en invloedrijke bestuurskern de levensvatbaarheid van Dexia uiteindelijk in het gedrang konden brengen, terwijl Dexia zich dringend én bovenal in allerijl wou wapenen tegen de uitdeinende crisis door de afbouw van de risico's en de vermindering van de balansomvang van de groep zoveel mogelijk te bespoedigen. Hoewel het activisme van de bestuurders op zich geen slechte zaak is, moet men op zijn hoede zijn voor de neiging van bepaalde bestuurders het directe belang van hun aandeelhouders te laten voorgaan op het maatschappelijk belang. Het ziet er evenwel naar uit dat de instelling van bepaalde bestuurders de overlevingskansen van Dexia kan hebben geschaad. In dit verband kan men zich vooral afvragen in welke mate die bestuurders zich al dan niet bewust waren van het risico waaraan Dexia zich blootstelde als de groep er de voorkeur aan gaf alles op het toekomstige dividend te zetten, veeleer dan op de bespoedigde inperking van de perimeter van de groep, die diens redding kon betekenen.

Meer algemeen blijkt uit de meeste handelingen van de door de groep Arco en de Gemeentelijke Holding afgevaardigde bestuurders veel aandacht voor "het dividend": bijna al hun vragen, voorstellen of moties hebben uitdrukkelijk betrekking op het huidige dan wel toekomstige vermogen van Dexia om een cashdividend op korte of minder korte termijn te genereren. Uiteraard mag worden vermoed dat dit streven niet alleen de rode draad vormt van de notulen van de raden en van de comités, maar dat men er ook de mond van vol heeft. Uit het oogpunt van de door de bestuurders van Arco en de Gemeentelijke Holding vertegenwoordigde aandeelhouders is dit overigens een rechtmatig streven, aangezien hun participatie in Dexia belangrijk is voor hun economische levensvatbaarheid. Dat is echter buiten de verantwoordelijkheid gerekend waarmee de wetgever de bestuurder heeft belast.

Daar staat tegenover dat de door Ethias afgevaardigde bestuurder zich vrij onafhankelijk heeft opgesteld en geen uitdrukkelijk standpunt leek in te nemen voor of tegen die posities. Een van de mogelijke verklaringen is dat Ethias zijn participatie in de groep uit een ander perspectief beschouwde: als verzekeringsonderneming is Ethias in de eerste plaats begaan met de evolutie van de marktwaarde van het Dexia-aandeel op zijn balans, aangezien de verzekeraar op grond van de boekhoudkundige regels rekening moet houden met de marktwaarde van zijn posities en de verliezen op zijn resultatenrekening moet boeken, ook al gaat het

actées. Le transfert de la participation dans Dexia au holding faitier d'Ethias, à savoir Ethias Finance, a mis les activités opérationnelles de l'assureur à l'abri d'une dépréciation du cours de Dexia, mais il est nécessaire que cette structure demeure tout de même solvable et que donc la valeur de la participation ne se dégrade pas de manière trop sensible. En résumé, il y a une divergence d'intérêts entre Arco et le HC d'une part, et Ethias d'autre part.

1.1.2 Les dommages collatéraux de la convention d'action de concert

Les trois actionnaires privés belges sont liés par un seul pacte qui ne correspond pas à des intérêts nationaux, puisque la convention qui les lie est une convention d'action de concert, moins coercitive qu'un pacte d'actionnaires, et qui regroupe également la CDC et la CNP. Cette dernière s'avère d'ailleurs moins active dans la stratégie, ce qui induit que la convention concerne prioritairement les trois actionnaires privés belges et la CDC, qui est par ailleurs une émanation des pouvoirs public français.

Cette convention, héritage de la période pré-2008, ne correspond pas du tout à la réalité actionnariale ni aux intérêts économiques des parties liées. En effet, la CDC est une institution financière publique française placée directement sous le contrôle du Parlement français. Son intérêt n'est pas distinct de celui de l'État français. Suite à la recapitalisation de 2008, et au veto français de procéder à la scission du groupe, le seul intérêt vital du noyau d'actionnaires français est de conserver l'intégrité du groupe et, pour ce faire, de rendre les transferts intra-groupes totalement indispensables. Pour faire simple, le poids du pôle DCL doit rester très important car cela induit une solidarité *de facto* de DBB et DBL avec DCL qui rend toute séparation quasiment impossible.

Comme on l'a vu ci-dessus, les trois actionnaires privés belges n'ont pas du tout le même objectif d'intégrité du groupe, mais n'ont a priori pas non plus un intérêt similaire: Arco et HC veulent maximiser et stabiliser les flux de revenus — vision moyen-long terme, Ethias veut maximiser la valeur de marché de l'action — vision court-moyen terme. Il faut noter que cette différence d'objectifs n'a jamais été exprimée par aucun de ces actionnaires comme une source potentielle d'antagonisme. Pourtant, en toute objectivité et avec un regard extérieur, ces divergences ont certainement dû conduire à des positions vis-à-vis de choix de gestion fondamentalement différents, notamment vis-à-vis du calendrier

om verliezen die niet in de boeken worden opgenomen. De overdracht van de participatie in Dexia aan Ethias Finance, de koepelholding van Ethias, heeft de operationele activiteiten van de verzekeraar beveiligd tegen een waardedaling van Dexia. Wel is het noodzakelijk dat die structuur solvabel wordt gehouden en dus dat de waarde van de participatie niet al te zeer afkalft. Samengevat kan men stellen dat de belangen van Arco en van de GH niet sporen met die van Ethias.

1.1.2 De collateral damage als gevolg van de overeenkomst van onderling overleg

De drie Belgische privéaandeelhouders zijn gebonden door één enkele overeenkomst die geen afspiegeling vormt van nationale belangen, aangezien het gaat om een overeenkomst van onderling overleg; een dergelijke overeenkomst is minder dwingend dan een aandeelhouderspact en bovendien zijn ook de CDC en de NPM bij die overeenkomst betrokken. Die laatste houdt er overigens een minder actieve strategie op na, wat impliceert dat de overeenkomst hoofdzakelijk de drie Belgische privéaandeelhouders aanbelangt, alsook de CDC — die trouwens gelinkt is aan de Franse overheid.

De overeenkomst van onderling overleg dateert uit de periode van vóór 2008 en weerspiegelt allesbehalve het aandeelhouderschap, noch de economische belangen van de ondertekenende partijen. De CDC is namelijk een Franse financiële overheidsinstelling die onder de directe controle van het Franse Parlement staat. Haar belangen vallen dus samen met die van de Franse Staat. Na de herkapitalisatie van 2008 en het Franse veto tegen de opsplitsing hadden de Franse aandeelhouders nog slecht één vitaal belang voor ogen: de integriteit van de groep bewaren. Daartoe moest ervoor worden gezorgd dat de groep maar kon blijven voortbestaan bij de gratie van de transfers binnen de groep. Eenvoudig gesteld: DCL moest een zeer gewichtig onderdeel blijven omdat in dat geval DBB, DBL en DCL dermate met elkaar verweven zouden zijn dat een opsplitsing nagenoeg onmogelijk zou worden.

Zoals eerder reeds gezegd, hadden de drie Belgische privéaandeelhouders helemaal geen baat bij de integriteit van de groep, maar tegelijk deelden zij onderling niet dezelfde belangen. Arco en de GH hadden een doel op middellange tot lange termijn: een zo groot en stabiel mogelijke inkomstenstroom. Ethias streefde er dan weer naar op korte en middellange termijn de marktwaarde van zijn aandelen zo hoog mogelijk te doen oplopen. Dat verschil qua doelstellingen is echter nooit door die aandeelhouders aangegrepen als een potentiële bron van rivaliteit. Nochtans kan men objectief en van op afstand bekeken alleen maar tot de conclusie komen dat die uiteenlopende belangen onvermijdelijk hebben

des cessions d'entités opérationnelles et des décisions de gestion liées au *deleveraging* du portefeuille *Legacy*. Ce paradoxe n'a apparemment pas induit l'expression de sentiments d'antagonisme entre administrateurs, alors qu'un vif débat aurait pu avoir lieu à ce sujet. Le consensus ne paraît pas naturel dans tous les cas avec de telles divergences fondamentales.

On peut le déplorer ou non, mais les cas où la convention a été appliquée ont été assez rares, ce qui peut être naturel vu les objectifs divergents des signataires. Les deux cas d'application de cette volonté d'agir de concert ont connu des fortunes diverses. L'objectif a, à chaque fois, été de challenger le management du groupe sur des propositions stratégiques à propos desquelles les actionnaires signataires de la convention n'avaient pas toute la visibilité.

D'abord, le groupe d'actionnaires a initié un groupe de travail afin d'étudier les possibilités de fusion entre Dexia SA (le groupe) et Dexia Banque Belgique, afin que le groupe accède à la licence bancaire que son statut de société financière ne lui permettait pas d'acquérir. Les circonstances de la crise souveraine n'ont pas permis d'aller au bout du processus, mais on peut se demander ce qui se serait passé si le processus avait abouti à recommander cette fusion. Si les synergies de coût pouvaient être mises en avant dans un tel projet, il n'aurait pas permis de mettre en œuvre un plan de démantèlement tel que celui qui a été appliqué en octobre 2011 du fait de l'impossibilité de créer une "Good Bank" en retirant des entités opérationnelles présentant un risque de liquidité faible du périmètre du groupe. Néanmoins, il ne convient pas de critiquer une telle démarche de la part du groupe des cinq signataires à partir du moment où elle était légitime et raisonnable.

Le second cas d'application de la convention est nettement moins heureux. En mai 2011, lors du premier comité stratégique de ce mois (9 mai), le management suggère d'accélérer la vente du portefeuille de *Financial Products* (FP). M. Mariani propose donc, concrètement, de vendre prioritairement les FP garantis les plus risqués, en expliquant que la valeur de marché des RMBS s'est améliorée et que le risque de perte est donc moindre que précédemment. Il justifie sa proposition à travers cinq arguments: (i) la dégradation de l'environnement de DSA (surtout à cause de la crise de la dette souveraine), (ii) la pression sur le marché des financements à long terme, (iii) la pression des agences de notation, (iv) les incertitudes concernant l'évolution du marché immobilier américain, et (v) la difficulté de céder Crediop. Sur base de cette analyse, M. Mariani explique

moeten leiden tot fundamenteel verschillende beleidskeuzen, met name wat het tijpad voor de verkoop van de operationele entiteiten en de aan de *deleveraging* van de *Legacy*-portefeuille gelieerde beleidsbeslissingen betreft. Kennelijk heeft die paradox er niet toe geleid dat de bestuursleden openlijk met elkaar in de clinch gingen, terwijl dat gegeven stof had kunnen zijn voor een levendig debat. Gelet op de kloof tussen de in het geding zijnde belangen, lijkt die consensus hoe dan ook niet normaal.

Men kan het betreuren of niet, maar de overeenkomst werd slechts zelden toegepast, wat logisch kan lijken gelet op de uiteenlopende belangen van de ondertekenende partijen. De twee keren dat men echt heeft gepoogd in overleg op te treden, hadden die pogingen een heel verschillend resultaat. Telkens ging het erom het management van de groep aan te spreken op strategische voorstellen waarin de ondertekenende aandeelhouders geen volledig inzicht kregen.

De eerste keer stelde de groep aandeelhouders een werkgroep samen om na te gaan of het mogelijk was de NV Dexia (met andere woorden: de groep) en Dexia Bank België te fuseren, opdat de groep aldus de banklicentie in de wacht zou kunnen slepen waarvan hij door zijn statuut van financiële instelling verstoken bleef. Door de staatsschuldcrisis kon dat scenario niet worden voltooid, maar de vraag rijst wat er zou zijn gebeurd mocht die fusie er wel zijn gekomen. Aangezien in een dergelijk scenario sprake zou zijn van synergie op het stuk van de kosten, zou de in oktober 2011 doorgevoerde ontmanteling niet mogelijk zijn geweest doordat men niet langer een *Good Bank* zou hebben kunnen oprichten door operationele entiteiten met een laag liquiditeitsrisico van de groep af te zonderen. Toch kan deze demarche van de groep van vijf ondertekenaars door de beugel, omdat ze legitiem en redelijk was.

Hetzelfde kan niet worden gezegd van de tweede keer dat de overeenkomst werd toegepast. We schrijven 9 mei 2011. Tijdens de eerste vergadering van het strategisch comité suggereerde het management om de FP-portefeuille (FP = *Financial Products*) versneld van de hand te doen. Concreet stelde de heer Mariani voor om prioritair de meest risicovolle gegarandeerde FP's te verkopen, omdat, zo luidde de redenering, de RMBS-markt het opnieuw beter deed en het risico op verliezen dus kleiner was dan voorheen. Ter schraging van die stelling haalde hij vijf argumenten aan: (i) de voor DSA almaar nijpende context (vooral als gevolg van de staatsschuldcrisis), (ii) de druk op de markt van de langetermijnfinanciering, (iii), de druk van de kredietbeoordelaars, (iv) de onzekerheid omtrent de evolutie van de Amerikaanse vastgoedmarkt en (v)

qu'il convient de vendre d'abord rapidement les FP garantis, puis la cession accélérée d'actifs d'échéance supérieure à 3 ans pour 18 milliards d'euros en plus du budget. L'inconvénient est chiffré: on enregistrait une perte de 2,7 milliards d'euros au lieu d'un bénéfice de 900 millions d'euros au total, mais les avantages sont nombreux: (a) réduire la pression des ANC, (b) bénéficier de l'amélioration des prix sur le marché US, (c) augmenter la liquidité (réduction du gap de 7 milliards USD), (d) pas d'effet sur CORE Tier 1 et réduction de la réserve AFS, (e) la fin de la garantie d'État avec un gain potentiel, en valeur actuelle de 1 milliard d'euros réparti entre 2011 et 2050, et enfin (f) la réduction de la volatilité des résultats du groupe. Bref, l'impact: serait de +1,7 milliard d'euros en 2012 et la participation à la complétion du programme de *deleveraging*.

Le management de Dexia est pleinement conscient de l'urgence et de la fenêtre d'opportunité qui s'est ouverte. Son argumentaire est complet et motivé. Surtout, la proposition panse les plaies là où cela fait mal: la liquidité, le portefeuille US, les agences de notation. On insiste également sur l'urgence. Mais, bien que l'impact à moyen terme soit chiffré, celui à court terme est immédiatement visible: une perte immédiate de l'ordre de 1,8 milliard d'euros sur les FP qui, en fonction des ratios de solvabilité imposés, rendra évidemment plus compliquée la distribution d'un dividende en 2012.

C'est à ce moment que "plusieurs membres du comité", d'après le PV, estiment prématuré de proposer le point de cette vente de FP au conseil d'administration de Dexia car il convient de réfléchir aux conséquences. Il s'agit, on le comprendra lors des auditions, d'une initiative des administrateurs liés par la convention. Ils estiment que cette proposition, qui leur est soumise sans concertation préalable, présente des conséquences tellement sensibles qu'il convient d'étudier les alternatives. Le lendemain d'ailleurs, au conseil d'administration du groupe, à l'interrogation d'un administrateur indépendant sur l'opportunité d'accélérer le *deleveraging*, l'un des administrateurs belges répondra que Dexia est dans une situation plus confortable car elle tire moins sur les lignes de la BCE et dispose d'un tampon de liquidités

de difficulté om Crediop van de hand te doen. Op grond van die analyse voerde de heer Mariani aan dat eerst dringend de gegarandeerde FP's moesten worden verkocht, waarna — eveneens versneld — moest worden overgegaan tot de verkoop van activa met een looptijd van langer dan 3 jaar, dat alles voor een bedrag van 18 miljard euro bovenop het budget. Tegelijk werd ook becijferd hoeveel de neveneffecten van die operatie zouden kosten: 2,7 miljard euro in plaats van een totaalwinst van 900 miljoen euro. Toch werden de voordelen geacht de nadelen te compenseren: (a) de druk van de kredietbeoordelaars zou afnemen, (b) er zou voordeel kunnen worden gehaald uit het verbeterende prijsniveau in de VS, (c) de liquiditeit zou kunnen worden verhoogd (vermindering van de gap met 7 miljard USD), (d) de operatie zou geen gevolg hebben op CORE Tier 1 en de AFS-reserve zou afnemen, (e) de groep zou niet langer een staatsgarantie nodig hebben, wat tot een potentiële winst zou leiden die, tegen de huidige waarde, werd geraamd op 1 miljard euro tussen 2011 en 2050, en (f) de groepsresultaten zouden minder volatiel worden. Kortom: in 2012 zou de impact + 1,7 miljard euro bedragen en het *deleveraging*-programma zou, mede dankzij deze ingreep, kunnen worden afgerond.

Het management van Dexia was zich dus ten volle bewust van de urgentie en van de kans die zich aanbood. Het voorstel was omstandig gemotiveerd. Bovendien verzachtte het de pijn daar waar wonden geslagen waren: liquiditeit, portefeuille in de VS en kredietbeoordelaars. Ook de urgentie wordt beklemtoond. Hoewel de weerslag op middellange termijn werd berekend, is de weerslag op korte termijn onmiddellijk duidelijk: de *financial products* boeken een onmiddellijk verlies van 1,8 miljard euro dat, naar gelang van de opgelegde solvabiliteitsratio's, het uiteraard moeilijker zal maken in 2012 een dividend uit te keren.

Uit de notulen blijkt dat "meerdere leden van het comité" het op dat ogenblik te vroeg achtten de verkoop van *financial products* op de agenda van de raad van bestuur van Dexia te plaatsen, omdat zij vonden dat men zich over de gevolgen daarvan moest beraden. Tijdens de hoorzittingen zal later blijken dat dit een initiatief was van de bestuurders die de overeenkomst hadden ondertekend. Volgens hen heeft dat voorstel, dat hen zonder voorafgaand overleg werd voorgelegd, dermate ingrijpende gevolgen dat de alternatieven moesten worden nagegaan. De daaropvolgende dag, op een vergadering van de raad van bestuur van de groep, zal een van de Belgische bestuurders in antwoord op de vraag van een onafhankelijk bestuurder of het niet wenselijk is de *deleveraging* te bespoedigen, aangeven

important. Le dossier est donc reporté au comité stratégique du 26 mai, soit 16 jours plus tard, et au conseil d'administration du lendemain, 27 mai.

Rétrospectivement, les conséquences de cet atterrissement sont désastreuses. D'abord, il y a l'effet direct: ainsi que M. Mariani l'a indiqué lors de sa première audition devant la commission, *“la FED a fait une mise aux enchères des portefeuilles de subprimes identiques à ceux que nous essayions de vendre (NDR: le programme “Maiden Lane”). Elle a raté son enchère et je pense que ces quinze jours de décalage nous ont coûté environ 400 millions d'euros.”* Il s'agit bien sûr d'un jugement subjectif mais il provient de la personne sans doute la mieux à même de chiffrer le coût d'opportunité d'avoir attendu deux semaines.

Ensuite, et plus important, il y a la coïncidence malheureuse avec la dégradation de l'appréciation de Dexia par les agences de notation. Avec S&P, Dexia a pu faire valoir ses arguments lors de l'appel de la possible dégradation de la note, et obtenir un “simple” *credit watch* (mais c'était déjà assez pour assécher le marché monétaire US pour le groupe) sur la promesse de l'accélération de la réduction de bilan. Si celle-ci avait été décidée le 10 mai et avait été effective dès ce moment, les promesses auraient été transformées en réalités, et peut-être le mouvement aurait-il pu être enrayé.

Bien sûr, ce n'est qu'une conjecture. Mais à la différence de la réécriture de l'histoire, il est ici question d'une démarche que le management pouvait et voulait faire mais qui a simplement fait l'objet d'un report a posteriori catastrophique. Les administrateurs ont fait valoir leur perspective critique, ce qui en soi est légitime. Ils l'ont cependant fait au — très — mauvais moment, et pour des raisons — vraisemblablement — discutables, niant l'urgence pour des considérations de rendement. Surtout, l'activation de la convention a permis à Arco et le Holding communal de bénéficier de l'appui d'autres administrateurs importants pour faire valoir leur position.

À noter, au crédit des représentants d'Arco et du HC, que leurs intentions vis-à-vis du groupe ont toujours été loyales, nonobstant leurs intérêts propres analysés ci-dessus. Ainsi, les accusations plus ou moins voilées parues dans la presse selon lesquelles ces deux actionnaires auraient poussé leurs coopérateurs (pour Arco)

dat Dexia zich in een meer comfortabele positie bevindt omdat de instelling minder ECB-steun nodig heeft en over een aanzienlijke liquiditeitsbuffer beschikt. Het dossier wordt derhalve uitgesteld tot op de vergadering van het strategisch comité van 26 mei (dus 16 dagen later) en de vergadering van de raad van bestuur van de dag daarop, 27 mei.

Naderhand is gebleken dat het getalm rampzalige consequenties heeft gehad. Eerst en vooral waren er de directe gevolgen, zoals de heer Mariani tijdens de eerste hoorzitting voor de bijzondere commissie aangaf: de FED hield een veiling van *subprime*portefolio's met dezelfde inhoud als die welke Dexia probeerde te verkopen (n.v.d.r. het “*Maiden Lane*” programma). De veiling mislukte, en volgens de heer Mariani hebben die twee weken uitstel Dexia ongeveer 400 miljoen euro gekost. Het staat buiten kijf dat dit een subjectieve schatting is, maar die uitspraak komt wél van de persoon die ongetwijfeld het best geplaatst was om na te gaan of een en ander het wel waard was nog twee weken te wachten.

Een volgend — belangrijker — feit is de ongelukkige samenloop met de ratingverlaging van Dexia door de kredietbeoordelaars. Ten aanzien van S&P kon Dexia zijn argumenten aanvoeren op het ogenblik dat met een ratingverlaging werd bedreigd, en kon de groep verkrijgen dat hij louter onder *review* werd geplaatst (wat echter reeds volstond om de Amerikaanse liquiditeitsbronnen voor de groep te doen opdrogen); in dat verband beloofde de groep de balans in versneld tempo af te bouwen. Indien men tot die versnelde afbouw had beslist op 10 mei én meteen de daad bij het woord had gevoegd, dan was men de belofte nagekomen en was de ratingverlaging er misschien wel nooit gekomen.

Uiteraard is dit slechts giswerk. Gedane zaken nemen weliswaar geen keer, maar in dit geval is wel degelijk sprake van een beslissing die het management kon én wou nemen, maar die gewoon werd uitgesteld — naar later zou blijken met alle rampzalige gevolgen van dien. De bestuurders hebben zich kritisch opgesteld, wat op zich volkomen rechtmatig is. Hun kritiek was echter bijzonder slecht getimed en was naar alle waarschijnlijkheid gestoeld op betwistbare redenen: rendement ging voor op urgentie. Bovendien konden Arco en de Gemeentelijke Holding dankzij de overeenkomst rekenen op de steun van andere belangrijke bestuurders om hun standpunt kracht bij te zetten.

In het voordeel van de vertegenwoordigers van Arco en de GH moet worden opgemerkt dat hun intenties ten aanzien van de groep altijd loyaal zijn gebleven, ondanks hun (hiervoor geanalyseerde) eigen belangen. Zo zijn de min of meer omfloerste beschuldigingen in de pers als zouden die twee aandeelhouders hun coöperanten

et les communes (pour le HC) à retirer leurs dépôts de DBB en guise de voies de fait, sont totalement infondées. Les informations en provenance de la banque montrent clairement qu'il n'en a rien été; au contraire, la base de clientèle émanant d'Arco et du HC a été remarquablement stable, à quelques exceptions près, ce qui témoigne de la dédicace de ces actionnaires à la survie du groupe, et semble indiquer que le mot d'ordre de leur part a été de le soutenir autant que possible. Ainsi, sur les huit semaines critiques dans les retraits nets effectués par les clients de DBB, le taux de retrait des coopérateurs d'Arco a été systématiquement plus faible que celui des autres clients, ce qui indique une meilleure stabilité dans la base de déposants.

1.2 Les actionnaires publics belges (au sens large)

Ne fait pas partie de cette catégorie le Holding Communal, dont les préoccupations sont sensiblement analogues à celles d'un actionnaire privé.

Les pouvoirs publics belges sont représentés par un seul administrateur, M. Koen Van Loo, administrateur délégué de la Société fédérale de participations et d'investissements (SFPI) pour mission déléguée de l'État belge.

Or, l'examen de la structure de l'actionnariat final du groupe révèle une importance nettement plus marquée des pouvoirs publics à travers les échelons fédéral et régionaux. En effet, outre la participation directe des Régions flamande et wallonne et de la Région de Bruxelles-Capitale, la recapitalisation de 2008 a également vu une recomposition de l'actionnariat d'Ethias, désormais contrôlée à 75 % par les pouvoirs publics. Le holding faitier Ethias Finance, qui détient 5,04 % de Dexia SA, est en effet détenu à 25 % par la Région flamande, 25 % par la Région wallonne, et 25 % par l'État fédéral belge. Si l'on représente l'exposition économique des actionnaires à Dexia, on obtient donc la répartition suivante:

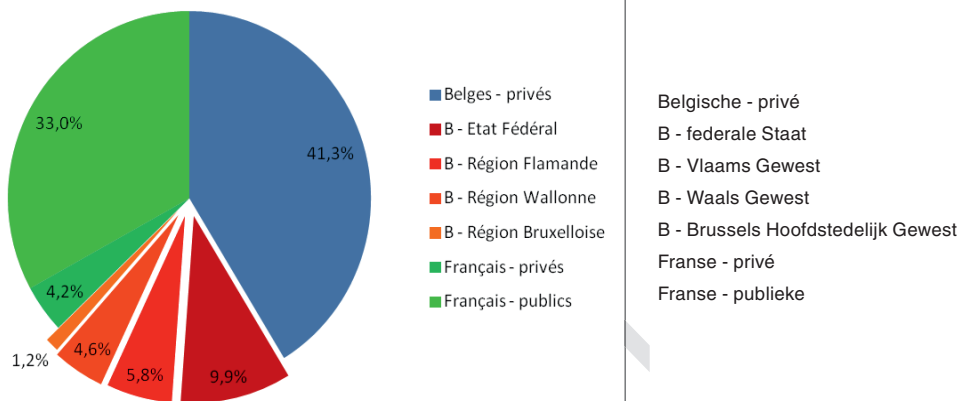
(in het geval van Arco) en de gemeenten (in het geval van de GH) hebben gepusht om hun deposito's de facto uit DBB terug te trekken, volkomen ongegrond. Uit de informatie van de bank blijkt duidelijk dat daar niets van aan is; de cliëntenbasis uit Arco en de GH was integendeel opmerkelijk stabiel (op enkele uitzonderingen na), wat getuigt van de toewijding van die aandeelhouders aan de overleving van de groep en suggereert dat het ordewoord van hun kant veeleer gericht was op zoveel mogelijk steun. Zo hebben in die acht kritieke weken, onder de DBB-klanten in hun geheel genomen, de Arco-coöperanten minder systematisch deposito's teruggetrokken dan de overige klanten, wat wijst op een grotere stabiliteit in de sokkel van deponitohouders.

1.2 De Belgische publieke aandeelhouders (in ruime zin)

Van die categorie maakt de Gemeentelijke Holding geen deel uit; de activiteiten ervan zijn duidelijk analoog met die van een privéaandeelhouder.

De Belgische overheid is vertegenwoordigd door één bestuurder, de heer Koen Van Loo, gedelegeerd bestuurder van de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij (FPIM) in opdracht van de Belgische Staat.

Uit het onderzoek van de samenstelling van het uiteindelijke aandeelhouderschap van de groep blijkt echter een duidelijk aanzienlijker belang van de overheid via het federale en gewestelijke niveau. Naast de directe deelname van het Vlaamse, het Waalse en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest was de herkapitalisatie van 2008 immers ook gekenmerkt door een wedersamenstelling van het voortaan voor 75 % door de overheid gecontroleerde aandeelhouderschap van Ethias. De overkoepelende holding Ethias Finance, die 5,04 % van Dexia NV bezit, is voor 25 % in handen van het Vlaams Gewest, voor 25 % van het Waals Gewest en voor 25 % van de Belgische federale Staat. Als men de economische blootstelling van het aandeelhouderschap bij Dexia weergeeft, krijgt men dus de volgende verdeling:



Structure de l'actionnariat de référence du groupe par bénéficiaire final. Sources: Dexia SA, Ethias Finance

À la vue de ce graphique, il paraît étonnant que (1) l'on n'ait qu'un seul administrateur mandaté par les pouvoirs publics belges, soit 5,55 % du Conseil (1/18) alors que le noyau public "pèse" plus du cinquième de l'actionnariat stable (21,54 % exactement), et que (2) les positions défendues par MM. Koen Van Loo (SFPI) et Bernard Thiry (Ethias) ne soient pas concertées. Or, comme on l'a vu plus haut, les intérêts d'Ethias ne sont pas forcément divergents de ceux des pouvoirs publics, qui ont également un intérêt principalement à la conservation de la valeur économique de leurs actions plutôt qu'une distribution de dividendes élevés. Un rapprochement plus ou moins formel aurait fait du sens.

L'examen du mode de coordination des actionnaires publics suscite également des interrogations. Il y avait certes une information qui s'organisait entre la SFPI et les entités fédérées, mais celles-ci n'intervenaient pas directement dans l'élaboration de la stratégie du groupe. Il n'y avait pas non plus de structure hiérarchique formelle entre les positions prises par les entités publiques belges et celles prises par Ethias, pourtant totalement contrôlée par les pouvoirs publics.

En résumé, les pouvoirs publics étaient sous-représentés par rapport à leur poids économique. La voix parfois discordante portée par l'administrateur représentant les pouvoirs publics belges n'était pas renforcée en fonction de leur poids consolidé. Cela contraste avec la position des pouvoirs publics français, qui pouvaient compter sur trois administrateurs et qui n'avaient pas de contreponds actionnarial dans le quota d'administrateurs français. Le rapport de force au sein des administrateurs

Structuur van het referentieaandeelhouderschap van de groep naar uiteindelijke begunstigde. Bronnen: Dexia NV, Ethias Finance

Dit schema toont een aantal opmerkelijke feiten aan: 1) in de raad van bestuur was er amper één bestuurder die was aangesteld door de Belgische overheid; die persoon vertegenwoordigde 5,55 % (1/18) van die raad van bestuur, terwijl het "overheidsaandeel" goed was voor meer dan een vijfde van de vaste aandeelhoudersstructuur (21,54 %, om precies te zijn), en 2) de heren Koen Van Loo (FPIM) en Bernard Thiry (Ethias) namen standpunten in, maar zonder vooraf te overleggen; zoals hierboven is aangegeven, verschilden de belangen van Ethias niet noodzakelijk van die van de Belgische overheid, want ook zij had meer belang bij de instandhouding van de economische waarde van haar aandelenpakket dan bij het uitkeren van hoge dividenden. Een min of meer formele toenadering zou logisch zijn geweest.

Voorts rijzen ook vragen na de analyse van de manier waarop de overheidsaandeelhouders hun optreden coördineerden. Hoewel er informatiedoorstroming was tussen de FPIM en de deelgebieden, bemoeiden die deelgebieden zich niet rechtstreeks met de ontwikkeling van de strategie van de groep. Bovendien was er geen formele hiërarchische structuur tussen de standpunten van de Belgische overheidsentiteiten en die van Ethias, een instelling die nochtans volledig door de overheid werd gecontroleerd.

Samengevat kan men stellen dat de overheid ten opzichte van het eigen economische gewicht ondervertegenwoordigd was. De soms dissonante stem van de bestuurder die de Belgische overheid vertegenwoordigde, werd niet versterkt door het geconsolideerde gewicht van die overheid. Dit stond in schril contrast met de positie van de Franse overheid, die kon optreden via drie bestuurders; bij de overige Franse bestuurders moesten zij overigens niet optornen tegen enig tegengewicht. De

belges a donc naturellement tourné à l'avantage des actionnaires privés, à cause d'une certaine désorganisation et, sans doute également, d'une implication trop peu directe de la part des Régions. Les intérêts légitimes de l'État ont été défendus avec vigueur, mais de manière isolée, par le représentant de la SFPI. Vu l'analyse précédente, cette faiblesse a nui à l'intérêt du groupe durant le développement de la crise souveraine, car M. Van Loo appuyait manifestement la stratégie prudente prônée par le management à ce moment.

1.3 Les administrateurs français

Les représentants français au conseil d'administration de Dexia, mis à part lors du cas mentionné plus haut d'atermoiement dans la décision de revendre le portefeuille de FP garantis, n'ont semble-t-il pas pénalisé le groupe durant la dégradation de la situation liée à la crise souveraine. Au contraire, il est plusieurs fois fait mention du soutien dont Dexia a bénéficié des actionnaires de référence français, notamment en matière de liquidité.

On peut simplement déplorer que la présence de représentants mandatés par la CDC au conseil n'ait manifestement pas constitué un atout majeur dans les discussions entre Dexia SA, d'une part, et la CDC et la Banque Postale, d'autre part, quant à l'adossement de *Dexia Municipal Agency* (DMA). Il est effectivement ressorti que cette solution, qui est apparue très tardivement au grand jour, eût constitué un allègement très considérable du fardeau de la branche française du groupe. Or, les discussions officiellement entamées en septembre ont été, de l'aveu de MM. Dehaene et Mariani, très difficiles et n'ont pas permis de déterminer un protocole à temps pour éviter le démantèlement.

L'autre élément sur lequel le poids des administrateurs français a vraisemblablement été important est l'arbitrage entre les projets de cession. Telle l'Arlésienne, la cession conjointe de Crediop et Sabadell revenait régulièrement sur la table des conseils d'administration depuis l'acceptation du plan par la Commission européenne, mais il n'en ressortait pas d'avancées concrètes. Par contre, lorsque le projet de partenariat stratégique autour de *Dexia Insurance Belgium* (DIB), puis de sa cession pure et simple, ont été discutés, on a rapidement tenté de procéder à des avancées concrètes: depuis l'idée évoquée au début du mois de mai de céder 60 % des activités d'assurance, à l'obtention du mandat par le management pour étudier concrètement cette possibilité, il ne s'est écoulé que

machtsverhoudingen binnen de groep van Belgische bestuurders draaiden dus vanzelfsprekend uit in het voordeel van de privéaandeelhouders, wegens een zekere desorganisatie en waarschijnlijk ook ingevolge een te beperkte rechtstreekse betrokkenheid van de Gewesten. De rechtmatige belangen van de Belgische Staat werden krachtig maar geïsoleerd verdedigd door de vertegenwoordiger van de FPIM. In het licht van de vorige analyse heeft die zwakte de belangen van de groep geschaad bij het verdere verloop van de staatschuldencrisis, want de heer Van Loo steunde overduidelijk de omzichtige aanpak waar het management van Dexia op dat ogenblik voor gewonnen was.

1.3 De Franse leden van de raad van bestuur

Het ziet ernaar uit dat de Franse bestuurders in de raad van bestuur van Dexia — behalve toen werd getalmd met de beslissing om de portefeuille van gewaarborgde financiële producten opnieuw van de hand te doen — de groep niet hebben benadeeld toen de staatsschuldencrisis de toestand zienderogen deed verslechteren, wel integendeel: meermaals wordt vermeld dat de Franse referentieaandeelhouders Dexia met liquiditeiten hebben gesteund.

Het is zonder meer betreurenswaardig dat de aanwezigheid van de door CDC gemandateerde vertegenwoordigers in de raad van bestuur duidelijk geen meerwaarde boden in de besprekingen over de overname van *Dexia Municipal Agency* (DMA) tussen Dexia NV enerzijds en CDC en *Banque Postale* anderzijds. Gebleken is immers dat die oplossing, die zeer laat aan het licht is gekomen, de last van de Franse tak van de groep aanzienlijk had verlicht. De besprekingen die officieel in september van start gingen en die — volgens de heren Dehaene en Mariani — zeer moeizaam verliepen, konden de ontmanteling niet verhinderen omdat men er niet in geslaagd is tijdig een protocol dienaangaande uit te werken.

Een ander element waarop de Franse bestuurders naar alle waarschijnlijkheid zwaar hebben gewogen, is de bemiddeling tussen de geplande overdrachten. De gezamenlijke overdracht van Crediop en Sabadell kwam, nadat de Europese Commissie het plan had goedgekeurd, weliswaar op gezette tijden aan bod in de raden van bestuur, maar het was telkens wachten op Godot want er kwam nooit echt schot in de zaak. Bij de besprekingen van het aanvankelijke project om een strategisch partnerschap aan te gaan rond *Dexia Insurance Belgium* (DIB) en vervolgens om tot een gewone overdracht over te gaan, werden al snel pogingen ondernomen om concrete vooruitgang te boeken: begin mei werd het idee geopperd om 60 % van de verzekeringsactiviteiten af te stoten, en al enkele weken nadien

quelques semaines. Mme Swiggers s'est notamment interrogée sur l'opportunité d'un tel projet, qui ne sautait pas aux yeux, et le projet a été mis à l'étude du comité stratégique. Cette option ne semblait effectivement pas dans l'intérêt de l'ancrage belge du groupe, et aurait contribué à son affaiblissement, alors que la cession des filiales italienne (surtout) et espagnole aurait réduit les besoins de financement par transferts et aurait rendu la partition de Dexia moins problématique, ce qui aurait par ricochet réduit l'importance de l'ancrage français du groupe. On doit cependant se borner ici à mentionner que les administrateurs français n'ont pas poussé explicitement à accélérer la revente de Crediop et Sabadell ni à freiner celle de DIB, ce qui était manifestement conforme à l'intérêt de l'actionnariat français, mais il n'est pas opportun dans ce cadre de procéder à un jugement de valeurs.

Globalement, à part ces deux points mineurs quant à leur responsabilité d'administrateurs, l'analyse objective de la dynamique du conseil d'administration ne montre pas que ses membres français aient eu une influence néfaste sur le groupe, et vraisemblablement peut-on conclure plutôt l'inverse.

2. Le rôle de la presse

Le CEO de DBB de l'époque, M. Stefaan Decraene, se plaint dès le début de l'année 2011 du fait que l'évolution des dépôts en *Retail and Commercial Banking* (RCB) est inférieure aux attentes. En février, le trou par rapport au budget est de 300 millions d'euros; ce trou s'aggrave continuellement au fil des mois — il n'y a pratiquement aucune semaine où la collecte nette est satisfaisante — avec plusieurs semaines où, en particulier, on enregistre des retraits assez massifs.

L'attrition a été permanente mais elle a été plus importante à plusieurs moments de l'année. On peut pointer sept semaines particulièrement négatives pour Dexia: les n° 21 (93 millions d'euros de retraits nets), n° 25 (121 millions d'euros), n° 28 (75 millions d'euros), n° 36 (63 millions d'euros), n° 37 (122 millions d'euros), n° 38 (59 millions d'euros) et n° 39 (118 millions d'euros). Bien entendu, le point culminant de cette tendance se produira lors de la semaine n° 40 (3 au 7 octobre 2011), avec un retrait total de 2,454 milliards d'euros sur la semaine: 900 millions d'euros de retraits individuels net,

kreeg het management groen licht om die mogelijkheid concreet na te gaan. Met name mevrouw Swiggers had bedenkingen bij de niet echt opvallende opportuniteit van een dergelijk project, en om die reden werd het voor analyse aan het strategisch comité voorgelegd. Het zag ernaar uit dat die optie effectief niet in het belang was van de Belgische verankering van de groep en dat ze zou hebben bijgedragen tot de verzwakking ervan, terwijl de overdracht van (vooral) de Italiaanse dochteronderneming, alsook, in mindere mate, van de Spaanse dochteronderneming, zou hebben geleid tot een inkrimping van de financieringsbehoeften via overdrachten. Door die overdracht zou de opsplitsing van Dexia minder problematisch zijn geworden, en zou indirect het belang van de Franse verankering van de groep zijn afgenomen. In deze context moet men zich evenwel beperken tot de vermelding dat de Franse bestuurders niet uitdrukkelijk hebben aangedrongen op een bespoediging van de wederverkoop van Crediop en Sabadell, noch op de afremming van de wederverkoop van DIB; dit diende duidelijk de belangen van de Franse aandeelhouders, maar in dit verband is het niet wenselijk een oordeel te vellen over waarden.

Algemeen, los van die twee minder belangrijke aspecten in verband met hun verantwoordelijkheid als bestuurder, blijkt uit de objectieve analyse van het optreden van de raad van bestuur niet dat de Franse bestuurders een ongunstige invloed op de groep zouden hebben gehad; naar alle waarschijnlijkheid mag men zelfs veeleer het tegendeel concluderen.

2. De rol van de pers

De toenmalige CEO van DBB, de heer Stefaan Decraene, betreurt vanaf begin 2011 dat de evolutie van de deposito's in *Retail and Commercial Banking* (RCB) onder de verwachtingen blijft. In februari bedraagt het verschil ten opzichte van de verwachtingen 300 miljoen euro, een bedrag dat de daarop volgende maanden almaar aandikt. Er is nagenoeg geen enkele week waarin een bevredigend nettobedrag kan worden opgehaald; in een aantal weken worden tegoeden zelfs vrij massaal van de rekeningen gehaald.

Hoewel de leegloop een constant gegeven was, was sprake van een meer uitgesproken leegloop op een aantal tijdstippen van het jaar. In dat verband zijn er zeven weken die bijzonder rood kleurden voor Dexia: week 21 (93 miljoen euro netto-afnames), week 25 (121 miljoen euro), week 28 (75 miljoen euro), week 36 (63 miljoen euro), week 37 (122 miljoen euro), week 38 (59 miljoen euro) en week 39 (118 miljoen euro). Die tendens piekte uiteraard in week 40 (van 3 tot 7 oktober 2011), met afnames voor een bedrag van 2,454 miljard euro in totaal: 900 miljoen euro individuele netto-afnames door

650 d'entreprises, 150 en cash et chèques, et 750 en *Public and Wholesale Banking* (PWB). Au total, sur ces huit semaines seulement, la réduction des ressources de dépôts "stables" de DBB aura été de 3,105 milliards d'euros, évaporés et répartis dans d'autres établissements financiers. À cela s'ajoutent les retraits à DBL, dont une partie importante de la clientèle est d'origine belge, pour un montant supérieur à 1,1 milliard d'euros depuis mai 2011.

Les huit semaines énumérées ci-dessus correspondent à des moments où des informations ont été divulguées dans la presse belge ou internationale. Naturellement, si les informations sont elles-mêmes de nature à instiller de la crainte chez les clients de Dexia Banque, il n'est nul reproche à adresser à quiconque. Par contre, on peut mettre en évidence deux cas où le traitement de l'information lui-même a plus d'influence que sa nature: dans ce cas, une responsabilité dans les conséquences peut être attribuée au ton adopté par l'auteur de l'article, du reportage ou même de la fuite ayant distordu la perception des destinataires de l'information et induit un comportement pénalisant pour la banque.

2.1 Les visions journalistiques

L'année 2011 a vu la presse belge s'intéresser à Dexia SA et à Dexia Banque Belgique à de multiples reprises jusqu'au démantèlement du groupe. Il y a eu des semaines particulièrement chargées au niveau des retraits de fonds. La thèse présentée dans ce cadre est la suivante: les points de vue développés dans la presse écrite francophone et flamande ont été fortement contrastés par rapport à divers événements.

2.1.1 La période antérieure à août 2011

Le premier incident important ayant fait l'objet d'une couverture sensiblement différente entre la presse flamande et francophone a eu lieu au mois d'avril 2011.

"Bien que Dexia bénéficie d'une aide massive de l'État, M. Mariani perçoit, outre sa rémunération fixe, une rémunération variable (ou "un bonus") de 600 000 euros pour 2010, soit une réduction de 200 000 euros, réduction toutefois compensée par la création d'une "prime de fonction" de 200 000 euros."

La presse francophone des 6 et 7 avril 2011 évoque les arguments en défaveur de tels bonus dans la situation précaire du moment mais indique par ailleurs que

particulieren, 650 miljoen euro door ondernemingen, 150 miljoen euro in cash en in cheques en 750 miljoen euro in *Public and Wholesale Banking* (PWB). In totaal daalden de inkomsten uit "stabiele" deposito's van DBB in amper acht weken met 3,105 miljard euro; dat bedrag ging in rook op en vond zijn weg naar andere financiële instellingen. Daar bovenop komen nog de afnames van DBL, waarvan een aanzienlijk deel van het cliënteel uit Belgen bestaat, voor een bedrag van meer dan 1,1 miljard euro sinds mei 2011.

De acht voormelde weken zijn de weken waarin informatie in de Belgische dan wel internationale pers werd verspreid. Hoewel de informatie uiteraard van die aard is dat ze de klanten van Dexia Bank het ergste doet vrezen, kan niemand iets worden verweten. Daar staat tegenover dat de aandacht kan worden gevestigd op twee gevallen waarin de wijze waarop de informatie wordt verpakt, meer invloed heeft dan de aard van de informatie zelf: in dat geval kan de verantwoordelijkheid voor de gevolgen worden toegeschreven aan de toon van degene die tekent voor het artikel, voor de reportage of zelfs voor het lek, wat bij de ontvangers van die informatie een heel andere perceptie doet postvatten, wat dan weer gedragingen genereert die voor de bank bijzonder nadelig uitvallen.

2.1 De invalshoek van de journalisten

De Belgische pers heeft in 2011 meermaals aandacht besteed aan Dexia NV en aan Dexia Bank België, met als klapstuk de ontmanteling van de groep. Er zijn weken geweest waarin enorm veel geld bij Dexia werd weggehaald. In dat verband luidt de stelling dat de standpunten die over bepaalde gebeurtenissen in de Nederlandstalige en in de Franstalige pers werden uiteengezet, sterk met elkaar contrasteerden.

2.1.1 De periode vóór augustus 2011

Het eerste grote incident deed zich voor in april 2011 en werd in de Nederlandstalige en de Franstalige pers zeer verschillend behandeld.

"Mariani krijgt ondanks het feit dat Dexia massale staatssteun geniet bovenop zijn vast loon een variabel loon (of "bonus") van 600 000 euro voor 2010, een vermindering met 200 000 euro, die echter wordt gecompenseerd door de invoering van een 'functiepremie' van 200 000 euro".

In de Franstalige pers van 6-7 april 2011 komen de argumenten tegen dergelijke bonussen in de huidige precare situatie aan bod, maar wordt de "bonus" ook

M. Dehaene défend ce “bonus”. La presse francophone est surtout attentive aux réactions d’indignation des partis politiques tels que le sp.a, Groen et Ecolo, ainsi qu’à la proposition de loi du PS tendant à mettre fin à ces “bonus” pour les dirigeants d’entreprise. Le 16 avril 2011, elle fait état de la décision de la ville de Gand de retirer de 30 à 35 millions d’euros de Dexia et de KBC pour protester contre ces primes.

Dans la presse néerlandophone, plusieurs articles publiés par *Trends* (7 et 14 avril 2011) défendent la politique salariale de Dexia et les rémunérations variables de façon argumentée et détaillée! Le 7 avril 2011, le bonus accordé par Dexia fait l’objet d’une discussion enflammée dans plusieurs articles de divers journaux flamands. Le 16 avril 2011, plusieurs journaux s’étendent sur la décision prise par la ville de Gand de retirer son argent de Dexia et de KBC afin de protester contre les primes et de faire pression contre la politique des banques en matière de bonus. Ils ajoutent toutefois que d’autres villes et communes jugent inutile, voire inopportun, de suivre l’exemple de Gand. Ils indiquent par ailleurs que Dexia déclare que sa politique salariale est conforme aux réglementations et aux législations européennes, belges et françaises.

Globalement, la presse néerlandophone s’est beaucoup plus intéressée à la question des bonus accordés par Dexia que la presse francophone, étant entendu que la presse néerlandophone a également fait état des arguments “en faveur de ces primes”.

Ensuite survient, le 27 mai 2011, l’annonce par Dexia SA de l’accélération de son plan de *deleveraging* avec le provisionnement d’une perte totale de 3,6 milliards d’euros sur le premier semestre. Le communiqué est assez neutre: “*Dexia ontdoet zich versneld van rommelkredieten en toxische activa en bouwt de obligatieportefeuille versneld af met een kost van 3,6 miljard euro in de resultaten voor het 2de trimester 2011 als gevolg*”. La décollecte nette se monte à 93 millions d’euros durant cette semaine-là.

L’héritage du passé est largement commenté, tant dans la presse francophone que néerlandophone. Dans certains cas, l’aspect positif de cette opération de “désendettement rapide” est également évoqué (meilleure perception auprès des agences de notation et sur les marchés financiers, suppression des coûteuses garanties d’État franco-belges et de l’exposition au marché obligataire américain ...). À l’issue de cette opération, la marge de solvabilité restera suffisante, souligne-t-on. À la VRT (chaîne publique flamande), Dexia est toutefois présenté comme le “parent pauvre” des banques belges et la comparaison est établie avec d’autres banques devant subir une restructuration (BNP/

verdedigd door de heer Dehaene. De Franstalige pers besteedt vooral aandacht aan de verontwaardigde reacties van politieke partijen zoals sp.a, Groen en Ecolo en aan het wetsvoorstel van de PS om deze “bonussen” voor CEO’s aan banden te leggen. Op 16 april 2011 wordt aandacht geschonken aan de beslissing van de stad Gent om tussen de 30 en 35 miljoen euro weg te halen bij Dexia en KBC uit protest tegen de bonussen.

In de Nederlandstalige pers wordt in een aantal artikelen van *Trends* (7 en 14 april 2011) het Dexia-loonbeleid en de variabele verloningen op een onderbouwde en gedetailleerde manier verdedigd! Op 7 april 2011 woedt in verschillende artikels in verschillende Vlaamse kranten een discussie over de Dexia-bonus. Op 16 april 2011 wordt in verschillende kranten uitgebreid aandacht besteed aan de beslissing van de stad Gent om haar geld weg te halen bij Dexia en KBC als protest tegen bonussen en als drukingsmiddel tegen het bonusbeleid van banken. Wel wordt eraan toegevoegd dat andere steden en gemeenten het niet nodig of zelfs ongepast vinden het Gentse voorbeeld te volgen. Ook wordt vermeld dat Dexia verklaart dat haar bezoldigingsbeleid in overeenstemming is met de Europese, Belgische en Franse reglementering en wetgeving.

Globaal gesproken is in de Nederlandstalige pers veel meer aandacht besteed aan de Dexia-bonusaffaire dan in de Franstalige, met dien verstande dat ook de argumentatie “pro” aan bod is gekomen.

Op 27 mei 2011 komt dan het bericht dat Dexia NV zijn *deleveraging*-plan versneld ten uitvoer gaat leggen, met de aanleg van provisies voor verliezen van in totaal 3,6 miljard euro voor het eerste halfjaar. Het perscommuniqué daarover is behoorlijk neutraal van toon: “*Dexia ontdoet zich versneld van rommelkredieten en toxische activa en bouwt de obligatieportefeuille versneld af met een kost van 3,6 miljard euro in de resultaten voor het 2^e trimester 2011 als gevolg*”. Netto werd tijdens die week voor 93 miljoen euro weggehaald.

Zowel in de Franstalige als in de Nederlandstalige pers wordt de erfenis van het verleden uitgebreid toegelicht. In sommige gevallen komt ook het positieve aspect van deze operatie “korte pijn” aan bod (betere perceptie bij de ratingagentschappen en op de financiële markten, wegvallen van de dure Frans-Belgische staatswaarborgen en de blootstelling aan de Amerikaanse obligatiemarkt...). Na de operatie zal een voldoende solvabiliteitsbuffer overblijven, wordt benadrukt. Op de VRT (Vlaamse openbare omroep) wordt Dexia wel voorgesteld als het “zwakke broertje” onder de Belgische banken en wordt de vergelijking gemaakt met andere banken die een herstructurering moeten doormaken

Paribas Fortis et KBC): Dexia fait en effet plus souvent l'actualité que les autres banques.

Le différentiel entre les retraits nets de clients néerlandophones et francophones est important: 79 % des retraits sont le fait des premiers, contre 21 % des seconds. Or, la base de dépôts de Dexia est constituée de 61 % de flamands et 39 % de francophones. Il est évidemment impossible de procéder à une inférence statistique fiable sur ces chiffres, mais la différence ne manque pas d'interpeller. Elle appelle une confirmation/infirmation sur base des autres événements.

Le 7 juin, le *Standaard* estime que l'exposition consolidée de Dexia à la dette grecque se monte à environ 5,4 milliards d'euros. La décollecte très importante suivante se produit lors de la semaine 25 (du 20 au 26 juin). On y apprend par la presse (*De Tijd/L'Echo*) de nouvelles inquiétudes concernant Dexia SA: les collectivités locales US pourraient tirer sur leurs droits d'émission garanties par le groupe, pour un montant pouvant aller jusqu'à 17 milliards.² En outre, Dexia chercherait à négocier un rollover de sa dette souveraine grecque de 3,5 milliards d'euros pour amortir sa perte potentielle. Certains leaders d'opinion en Flandre suggèrent que Dexia ne survivrait pas à un défaut grec, ou que Dexia pourrait revendre sa collection d'art pour éponger une partie de ces pertes. Durant cette semaine, la décollecte est de 120,6 millions d'euros, dont 65 % émanent de déposants néerlandophones.

Enfin, la semaine 28 (du 11 au 17 juillet) est marquée par les vives inquiétudes concernant la contagion de la crise souveraine à l'Italie, dont Dexia a une exposition directe de 4,3 milliards d'euros mais surtout une exposition indirecte importante à travers sa filiale Crediop (voir section sur la dette souveraine). Malgré le fait que, durant la même semaine, les résultats des stress tests de la *European Banking Authority* (EBA) montrent que Dexia a une solvabilité apparemment satisfaisante, la chute du cours de l'action est importante. L'impact sur la décollecte sera élevé, mais moins que les deux autres semaines: 74,6 millions d'euros, dont 66 % de retraits de déposants néerlandophones et 34 % francophones.

² Ces tirages n'auront finalement pas lieu.

(BNP/Paribas Fortis en KBC): Dexia komt immers meer in het nieuws dan de anderen.

Er bestaat een groot verschil tussen de netto-afnames door de Nederlandstalige cliënten en de netto-afnames door de Franstalige cliënten: 79 % daarvan is toe schrijven aan de Nederlandstalige cliënten, tegenover 21 % aan de Franstalige cliënten. De depositobasis van Dexia is echter voor 61 % toe te schrijven aan Nederlandstalige spaarders en voor 39 % aan Franstalige spaarders. Uiteraard ligt een statistische interferentie op grond van die cijfers niet voor de hand, maar het verschil roept hoe dan ook vragen op. Er is nood aan bevestiging/ontkrachting via analyse van de andere gebeurtenissen.

Op 7 juni raamt de *Standaard* de geconsolideerde blootstelling van Dexia aan de Griekse staatsschuld op ongeveer 5,4 miljard euro. De volgende grote afnamegolf doet zich voor tijdens week 25 (van 20 tot 26 juni). De pers (*De Tijd/L'Echo*) maakt in die week gewag van nieuwe ongerustheid omtrent Dexia NV: de lokale besturen in de VS zouden wel eens gebruik kunnen maken van hun recht te eisen dat Dexia zelf de door de groep gegarandeerde uitgifte van obligaties financiert, met een prijskaartje dat zou kunnen oplopen tot 17 miljard euro.² Bovendien stuurde Dexia via onderhandelingen aan op een rollover van zijn Griekse staatspapier ten belope van 3,5 miljard euro, teneinde zijn potentiële verliezen op te vangen. Sommige opiniemakers in Vlaanderen lieten uitschijnen dat Dexia wel eens ten onder zou kunnen gaan, mocht Griekenland niet langer zijn schulden kunnen terugbetalen, of nog dat Dexia zijn kunstcollectie zou verkopen om een deel van zijn schulden te delgen. Gedurende die week vloeide een bedrag van 120,6 miljoen euro aan deposito's weg, waarvan 65 % deposito's van Nederlandstalige cliënten.

Tot slot werd week 28 (van 11 tot 17 juli) gekenmerkt door grote ongerustheid omtrent een eventuele besmetting door de Italiaanse staatsschuldcrisis; Dexia stond wat dat betreft immers in de vuurlinie, met niet alleen een directe blootstelling ten belope van 4,3 miljard euro, maar ook en vooral een aanzienlijke indirecte blootstelling via zijn dochter Crediop (cf. afdeling over de staatsschuldencrisis). Hoewel diezelfde week de resultaten van de door de *European Banking Authority* (EBA) uitgevoerde stresstests aangaven dat Dexia kennelijk voldoende solvabel was, duikelde het Dexia-aandeel naar beneden, met nogmaals grote geldafnames tot gevolg — zij het minder dan tijdens de twee andere weken: 74,6 miljoen euro, waarvan 66 % afnames door Nederlandstalige depositohouders en 34 % door Franstalige depositohouders.

² Uiteindelijk hebben ze dat niet gedaan.

Au total, sur cette période, on a observé un très fort effet linguistique dans la perte de confiance des déposants au moment où Dexia a publié son communiqué, très mal perçu dans l'opinion. Cet impact s'est progressivement réduit, mais le différentiel entre les retruits flamands et francophones est resté positif. Alors que le retrait moyen observé aurait dû être proche de 61 % de 288,3 millions d'euros, soit 175,9 millions d'euros, sans effet communautaire, il s'est établi pour les clients néerlandophones à 200,9 millions d'euros, soit 8.7 % de plus qu'attendu. Les 25 millions de différence ont vraisemblablement été partiellement motivés par une opinion publique rendue plus hostile à Dexia par la polémique sur la rémunération des dirigeants et la motivation de l'accélération du *deleveraging*, dont le traitement a été globalement plus polémique dans la presse flamande.

2.1.2 La période du 5 septembre au 6 octobre 2011

Pour rappel, la fuite des dépôts de DBB s'est montée à 362 millions d'euros au total sur les quatre semaines précédant celle du démantèlement, et 1,77 milliard d'euros sur les quatre premiers jours de la semaine n° 40.

Le ton de la presse est toujours assez différent entre le Nord et le Sud du pays. Deux illustrations permettent de vérifier cette conjecture: la couverture de la démission de M. Decraene, et les interviews accordées par M. Dirk Bruneel.

Concernant l'annonce de la démission de M. Decraene, l'*Echo* souligne que les raisons précises de son départ ne sont pas connues, mais évoque malgré tout sa relation problématique avec M. Mariani et le management de Dexia. Même analyse dans *Le Soir* et *LBB*, qui s'interrogent également sur le rôle de M. Dehaene. Dans la presse francophone, le ton est neutre concernant cette démission.

La presse néerlandophone utilise parfois des termes forts dans les titres des journaux relatifs à cette démission (décapitée en pleine tempête, Dexia en zone dangereuse, douche froide,...) et il est frappant de constater que le banquier reçoit aussi beaucoup d'éloges ("excellente réputation"). De plus, les journaux profitent de la démission du banquier pour aborder les problèmes au sein du groupe Dexia et pour évoquer sa relation problématique avec le management de M. Mariani.

Dans *DS* du 5/9/2011, M. Bruneel s'attaque surtout au modèle économique de Dexia France (DCL) et à la personne de M. Mariani, tandis que M. Dehaene se trouve clairement dans le camp français: contrairement

Over die hele periode genomen blijkt dat het verlies van vertrouwen in Dexia bij de depositohouders bijzonder taalgebonden was, zeker toen Dexia zijn perscommuniqué uitbracht dat in slechte aarde viel bij de publieke opinie. Die impact is geleidelijk afgenomen, maar het verschil tussen de afnames door Nederlandstaligen en Franstaligen is gebleven. Terwijl de gemiddelde afnames circa 61 % van 288,3 miljoen euro hadden moeten bedragen, ofwel 175,9 miljoen zonder "communautair" effect, ging het om 200,9 miljoen euro wat de Nederlandstalige depositohouders betreft: 8.7 % meer dan verwacht. Het verschil van 25 miljoen euro valt waarschijnlijk te verklaren door een publieke opinie die vijandiger stond tegenover Dexia als gevolg van de polemiek over de vergoeding van de topmensen van de groep en de versnelde *deleveraging*, waarvan de afhandeling in de Vlaamse pers algemeen genomen tot een heftiger debat leidde.

2.1.2 De periode van 5 september tot 6 oktober 2011

Ter herinnering: de depositovlucht bij DBB liep op tot in totaal 362 miljoen euro gedurende de vier weken die aan de week van de ontmanteling voorafgingen, en tot 1,77 miljard euro tijdens de eerste vier dagen van week 40.

Nog steeds sloeg de pers in het noorden en in het zuiden van het land een behoorlijk verschillende toon aan. Twee voorbeelden illustreren dat: de manier waarop verslag werd uitgebracht over het ontslag van de heer Decraene en de door de heer Dirk Bruneel weggegeven interviews.

In verband met de aankondiging van het ontslag van de heer Decraene stelt l'*Echo* dat de precieze redenen voor het vertrek niet bekend zijn, maar verwijst wel naar de problematische relatie met de heer Mariani en het Dexia-management. Idem in *Le Soir* en *LLB*, waar ook de vraag wordt gesteld naar de rol van de heer Dehaene. De toon over dit vertrek is in de Franstalige pers neutraal.

In de Nederlandstalige pers worden soms sterke bewoordingen gebruikt in de krantentitels over dit vertrek (onthoofd in stormweer, Dexia in gevarezone, koude douche...) en krijgt de bankier ook opvallend veel lof toegezwaard ("uitstekende reputatie"). Bovendien wordt het ontslag van de bankier aangegrepen om de problemen binnen de Dexia groep te bespreken en zijn problematische relatie met het management van de heer Mariani aan te halen.

In *DS* van 5 september 2011 valt de heer Bruneel vooral het *businessmodel* van Dexia Frankrijk (DCL) en de figuur Mariani aan, terwijl de heer Dehaene duidelijk in het Franse kamp zit: DCL heeft in tegenstelling tot

à DBB, DCL ne possède pas de financement propre par le biais du marché de détail et est tributaire de transferts de la Belgique vers la France par le biais des dépôts. C'est pourquoi les Français sont opposés à la scission du groupe. DCL est la *"bad bank"* du groupe. Si DCL ne change pas de cap, il s'indique de scinder l'ensemble du groupe, comme chez Fortis. Durant les années de gloire 2000-2006, *"the sky was the limit"*, mais il en allait de même pour de nombreuses autres banques.

Un mois plus tard, dans *Le Soir* du 5 octobre 2011, le ton est globalement plus modéré: si le journal souligne que *"Dexia a eu la folie des grandeurs"* et s'il met l'accent sur le funding allant de la Belgique vers la France, il est très rassurant en ce qui concerne DBB: *"Le personnel et les clients n'ont aucune raison d'être inquiets..."*, et en ce qui concerne la scission possible du groupe et la personne de M. Mariani, ses propos ne sont pas les mêmes que dans DS: *"Aurait-on dû scinder le groupe en 2008? C'était tout aussi impossible qu'aujourd'hui, car à l'époque ces milliards de funding allaient déjà de la Belgique vers la France... Depuis 2008, Mariani a fait ce qu'il fallait: réduire la taille de bilan, veiller à ce que le financement à long terme soit assuré..."*

Cependant, malgré l'impression générale — soulignée parmi les responsables de DSA et de DBB lors des entretiens — d'un ton généralement plus agressif de la presse néerlandophone envers Dexia, les chiffres de décollecte vont dans le sens opposé. Sur les semaines n° 36 à 39, les retraits de clients francophones se montent à 187,2 millions d'euros, soit 51,7 % du total (soit 49,7 millions d'euros de plus que la proportion attendue). Le même phénomène est observé lors de la semaine cruciale: les retraits francophones sont de 47 % du total, soit 828 millions d'euros, contre 942 millions d'euros de retraits de clients flamands. On ne peut donc pas parler d'un effet *"ton de la presse"* sur cette période, bien au contraire car l'analyse quantitative contredit l'analyse qualitative.

2.2 Les fuites vers la presse

Le ton des prises de positions des journalistes n'est pas seul responsable des déboires de Dexia dans la presse. Au niveau interne, il y a également eu des fuites qui témoignent manifestement d'une intention malveillante dans le chef de leurs auteurs. Pire encore, certaines informations qui ont filtré dans la presse étaient erronées, et ont contribué à abîmer l'image du groupe (ce qui était peut-être l'intention) de même que celui de la banque (ce qui a été manifestement la conséquence). Deux d'entre elles ont été particulièrement pointées par le conseil d'administration:

DBB geen eigen funding via de retailmarkt en is afhankelijk van transfers van België naar Frankrijk via de deposito's. Daarom zijn de Fransen tegen de splitsing van de groep. DCL is de *"bad bank"* van de groep. Als DCL niet van koers verandert, is de opsplitsing van de hele groep zoals bij Fortis aangewezen. In de gloriejaren 2000-2006 was *"the sky the limit"*, maar dit gold nog voor vele andere banken;

Eén maand later is de toon in *Le Soir* van 5 oktober 2011 globaal genomen gematigder: weliswaar stelt de krant dat *"Dexia a eu la folie des grandeurs"* en beklemtoont hij de *funding* van België naar Frankrijk, maar hij is zeer geruststellend met betrekking tot DBB: *"Le personnel et les clients n'ont aucune raison d'être inquiets..."* en wat de mogelijke splitsing van de groep en de figuur Mariani betreft, zegt hij andere zaken dan in DS: *"Aurait-on dû scinder le groupe en 2008? C'était tout aussi impossible qu'aujourd'hui, car à l'époque ces milliards de funding allaient déjà de la Belgique vers la France... Depuis 2008, Mariani a fait ce qu'il fallait: réduire la taille de bilan, veiller à ce que le financement à long terme soit assuré..."*

Ondanks de algemene indruk (die, zo bleek tijdens de interviews, met name heerste bij de topmensen van DSA en DBB) dat de Nederlandstalige pers Dexia doorgaans harder aanpakte, wijzen de cijfers op een tegengestelde tendens: van week 36 tot 39 haalden de Franstalige cliënten voor 187,2 miljoen euro aan deposito's bij Dexia weg, wat neerkomt op 51,7 % van het totaal (ofwel 49,7 miljoen euro méér dan men verhoudingsgewijs verwachtte). Hetzelfde verschijnsel werd waargenomen tijdens de cruciale week: de afhalingen door Franstaligen bedroegen 47 % van het totaal, hetzij 828 miljoen euro, tegenover 942 miljoen euro afhalingen door Vlaamse klanten. Er kan dus niet worden gesteld dat tijdens die periode sprake was van een effect ingevolge de in de pers gehanteerde toon; wel integendeel, want de kwantitatieve analyse is in tegenspraak met de kwalitatieve analyse.

2.2 De perslekken

Het feit dat Dexia in de media een heel slechte beurt maakte, is niet alleen te wijten aan de toon van de door de journalisten ingenomen standpunten. Ook intern waren er lekken die duidelijk blijken geven van het kwaadwillig opzet van wie die informatie doorgaf. Erger nog, sommige in de pers uitgelekte gegevens waren onjuist, en hebben bijgedragen tot de imagobeschadiging van de groep (wat misschien wel de bedoeling was) en van de bank (wat er duidelijk het gevolg van is geweest). De raad van bestuur heeft in het bijzonder gewezen op twee van die lekken:

1. Une fuite permet au Figaro (16/5/2011) de prendre connaissance des décisions de *deleveraging* accéléré prises lors du conseil d'administration du 10 mai. Le ton de l'article "*Bruxelles remet Dexia sous pression*" indique que Dexia aurait pris cette décision sous la pression de la Commission européenne, qui reproche à Dexia de ne pas respecter son plan de marche. Le cours de l'action chute d'environ 15 %, mais surtout le groupe constate un retrait de dépôts *wholesale* de l'ordre de 20 milliards d'euros dans le même temps. Le conseil déplore que l'information factuelle sur l'accélération du *deleveraging* soit interprétée comme le résultat d'un ukase de la Commission, ce qui ne correspond effectivement pas à la manière dont la décision est motivée dans les comptes-rendus. Plusieurs administrateurs indépendants français demandent qu'une enquête soit ouverte.

2. Lors du mois de septembre 2011, le conseil fait état de nombreuses fuites dans divers journaux liées à la teneur des négociations qui se poursuivent avec les autorités françaises. M. Jean-Luc Dehaene, en particulier, s'étonne du ton de ces articles (voir p.ex. "*Les collectivités locales auront leur banque*", *Le Figaro*, 23/9/2011; "*Dexia serait prêt à céder plus de 20 milliards d'euros d'actifs pour assurer sa viabilité*", *Les Echos*, 26/9/2011) qui semblent indiquer un relatif désintérêt des partenaires français (CDC et la Banque Postale). De nouveau, si les éléments factuels sont proches de la réalité du dossier, le fait que ces informations résultent de fuites — et ne montrent donc pas une volonté d'afficher les progrès dans la négociation, mais semblent plutôt indiquer la recherche de dissimuler les difficultés du groupe — renforce la méfiance du public dans la tournure que prennent les événements pour Dexia.

Le fait que le relais de ces informations ait été d'abord dans la presse française pourrait expliquer la forte prépondérance de l'effet observé en particulier cette semaine-là (semaine n° 39) sur les retraits de clients de langue française (57 % des retraits par rapport à une moyenne de 38 % des clients).

2.3 Analyse

Deux éléments d'analyse remarquables ressortent de l'examen — nécessairement partiel mais étayé par un faisceau concordant de réactions de responsables de Dexia SA, DBB et des organes de contrôle — de la relation entre la couverture de presse et l'évolution du groupe durant la crise souveraine.

1. Wegens een lek kan *Le Figaro* (16/05/2011) kennis nemen van de beslissingen om versneld tot *deleveraging* over te gaan, waartoe werd besloten tijdens de raad van bestuur van 10 mei. De toon van het artikel "*Bruxelles remet Dexia sous pression*" geeft aan dat Dexia die beslissing zou hebben genomen onder druk van de Europese Commissie, die Dexia verwijt haar plan voor de te volgen aanpak niet in acht te nemen. De koers van het aandeel daalt met ongeveer 15 %, maar bovenal stelt de groep tegelijkertijd een afhaling van *wholesale*-deposito's vast ten belope van circa 20 miljard euro. De raad van bestuur betreurt dat de feitelijke informatie over de versnelde *deleveraging* wordt geïnterpreteerd als het resultaat van een oekaze van de Commissie, hetgeen inderdaad niet overeenstemt met de manier waarop de beslissing in de notulen met redenen wordt omkleed. Verscheidene franse onafhankelijke bestuurders vragen dat een onderzoek wordt ingesteld.

2. In september 2011 maakt de raad gewag van talrijke lekken in diverse kranten in verband met de inhoud van de aan de gang zijnde onderhandelingen met de Franse autoriteiten. Inzonderheid de heer Jean-Luc Dehaene is verbaasd over de toon van deze artikelen (zie bijvoorbeeld "*Les collectivités locales auront leur banque*", *Le Figaro*, 23/09/2011, "*Dexia serait prêt à céder plus de 20 milliards d'euros d'actifs pour assurer sa viabilité*", *Les Echos*, 26/09/2011), die lijken te wijzen op een relatief gebrek aan belangstelling vanwege de Franse partners (CDC en de Banque Postale). Nogmaals: ook al sluiten de feitelijke gegevens nauw aan bij de realiteit van het dossier, toch versterkt het feit dat die informatie het resultaat is van lekken — en dus geenszins blijkt geeft van het oogmerk de bij de onderhandelingen geboekte vooruitgang aan te geven, doch er veeleer op lijkt te wijzen dat ernaar wordt gestreefd de moeilijkheden van de groep te verdoezelen — het wantrouwen bij het publiek in de wending die de gebeurtenissen nemen voor Dexia.

Het feit dat die informatie eerst in Franse pers is verschenen, zou kunnen verklaren waarom in het bijzonder tijdens die week (week 39) veel meer afhalingen door Franstalige klanten werden waargenomen (57 % van de afhalingen, tegenover een klantengemiddelde van 38 %).

2.3 Analyse

Twee opmerkelijke aspecten komen naar voren uit het onderzoek — dat weliswaar noodzakelijkerwijs slechts partieel is, maar wel wordt gestaafd door een waaier van overeenstemmende reacties van leidinggevenden bij de NV Dexia, DBB en de toezichhoudende instanties — omtrent de verhouding tussen de persaandacht en de evolutie van de groep tijdens de staatsschuldencrisis.

Premièrement, la différence de ton marquée entre la presse du Nord et du Sud du pays. Son impact est marqué dans la perte de confiance dans la banque au cours du printemps et de l'été 2011, surtout au mois de mai. Si une explication devait être recherchée pour le renversement de tendance dans la décollecte de début de l'automne, elle serait sans doute apparentée de préférence aux fuites, qui apparaissent d'abord dans la presse française et touchent aux relations franco-belges et auxquelles les francophones sont sans doute plus naturellement plus sensibles. Cependant, il convient de rester extrêmement prudent quant à l'interprétation du lien entre les retraits — information objective et parfaitement recoupée — et la couverture de presse, qui fait l'objet d'une lecture nécessairement subjective. On se bornera ici à remarquer que chaque groupe linguistique a, à son tour, sanctionné Dexia plus que l'autre. De plus, même si les retraits sont proportionnellement plus nombreux chez les francophones lors de la semaine 40, le mouvement de panique était bel et bien généralisé, et ne peut être imputé à une communauté en particulier.

En second lieu — et sur ce point on peut être plus assertif — il est manifeste que l'opinion publique a opéré un transfert presque complet des problèmes évoqués, qui touchent à peu près tous Dexia SA dans son ensemble, vers la banque. C'est elle qui a été punie en premier lieu, à cause de l'impossibilité pour le public d'opérer un distinguo net entre DSA et DBB. Cela se remarque en particulier durant le printemps, où toutes les informations négatives sont liées au groupe — avec une stigmatisation en avril sur les salaires de ses dirigeants — alors que l'impact se retrouve principalement au niveau de la banque. Comme on le verra par la suite, DBB souffre alors d'une "double peine": non seulement elle perd des fonds et des clients, mais en plus elle se retrouve de plus en plus en position de faiblesse par rapport à Dexia SA, et notamment souffre de la comparaison avec DenizBank, dont la croissance insolente fait de plus en plus d'ombre à la banque.

L'analyse ne serait pas complète sans mentionner que le management du groupe a, bien malgré lui, nourri ce climat de manière maladroite. En privilégiant une communication centralisée et orientée sur le groupe, il n'a pas saisi le potentiel mortifère que cette stratégie pouvait receler dans un contexte d'animosité entre la presse et le management et en fonction de la dégradation sur les marchés internationaux. En dépit des conséquences néfastes que cette évolution occasionnait pour DBB, la poursuite envers et contre tout de cette approche centralisée a donc été privilégiée en interne.

Ten eerste is er het heel duidelijke verschil in toon tussen de pers in Noord en Zuid van het land. De weerslag daarvan komt tot uiting in het verlies van vertrouwen in de bank in het voorjaar en de zomer van 2011, vooral dan in mei. Zo een verklaring zou moeten worden gezocht voor de omkering van de tendens tot uitstroom van deposito's in het begin van het najaar, zou die waarschijnlijk bij voorkeur worden gezocht bij de perslekken, die eerst opduiken in de Franse pers, die een weerslag hebben op de Frans-Belgische betrekkingen en waarvoor de Franstaligen wellicht vanzelf meer aandacht hebben. Niettemin is nog steeds de uiterste behoedzaamheid geboden omtrent de interpretatie van het verband tussen de afhalingen — objectieve informatie die volmaakt met overeenstemmende uitlatingen wordt gestaafd — en de persaandacht, iets waarop noodzakelijkerwijs alleen een subjectieve kijk mogelijk is. In dezen volstaat het op te merken dat elke taalgroep op zijn beurt, Dexia meer dan de andere de rekening heeft gepresenteerd. Bovendien was wel degelijk sprake van een veralgemeende paniek (ook al waren er tijdens week 40 verhoudingsgewijs meer Franstalige afhalingen) en kan een en ander niet worden toegeschreven aan een gemeenschap in het bijzonder.

Ten tweede — en dit kan met grotere stelligheid worden geponeerd — is het overduidelijk dat de publieke opinie de aangehaalde moeilijkheden, die bijna allemaal de NV Dexia in haar geheel treffen, bijna volledig naar de bank heeft geëxtrapoleerd. De bank ondervond in eerste instantie nadeel, wegens het onvermogen van het publiek om een duidelijk onderscheid te maken tussen DSA en DBB. Dat is vooral merkbaar in het voorjaar, wanneer alle negatieve informatie verband houdt met de groep — met in april de stigmatisering van de salarissen van de managers — terwijl een en ander vooral een weerslag heeft op de bank. Zoals hieronder zal worden besproken, betaalt DBB op dat ogenblik tweemaal het gelag: niet alleen verliest zij geld en klanten, maar belandt ze bovendien in een almaar zwakkere positie ten opzichte van de NV Dexia, en heeft ze in het bijzonder te lijden onder de vergelijking met DenizBank, waarvan de tomeloze groei de bank almaar forser in de schaduw stelt.

De analyse zou niet compleet zijn zonder de vermelding dat het management van de groep dat klimaat onvrijwillig en onhandig heeft aangewakkerd. Door de voorkeur te geven aan een gecentraliseerde en groepsgerichte communicatie heeft dat management niet ingezien welke fatale gevolgen die strategie kon hebben in een context van vijandigheid tussen de pers en het management, tegen de achtergrond van forse neergang op de internationale markten. Ondanks de funeste gevolgen welke die evolutie voor DBB had, werd intern, tegen alles in, nog steeds die gecentraliseerde benadering voorgestaan.

3. Le rôle des autres institutions

La concurrence bancaire de Dexia en Belgique a certes tenté de gagner des parts de marché sur Dexia durant la période 2008-2011, et y est parvenue à partir de mi-2010 en particulier. Dexia a dû faire face à trois problématiques sur son marché domestique: (i) l'émergence de la stratégie de redéploiement de BNP Paribas Fortis, (ii) la concurrence très agressive de banques de plus petite taille et (iii) une perte d'impact concurrentiel sur le marché PWB à cause des contraintes de *Risk-adjusted return on capital* (RAROC) imposées par le plan de la Commission européenne, auquel Dexia a répondu de manière opérationnelle en interprétant de manière plus souple la contrainte (la CE imposait un RAROC minimal sur toute la production tandis que Dexia appliquait un RAROC moyen) afin de conserver certains avantages compétitifs.

Il s'agit d'un processus que l'on ne peut pas qualifier d'anormal étant donné que le marché belge est relativement mature et que les gains de rentabilité ne peuvent pas, au contraire du marché turc par exemple, être opérés sur la base de la croissance de la taille du marché, mais bien sur les parts de marché. Il n'y a donc pas de commentaire particulier à faire dans ce cadre.

L'analyse est différente en ce qui concerne le marché institutionnel international, principalement aux États-Unis. On peut considérer que le comportement de plusieurs acteurs financiers américains a été biaisé en défaveur des institutions européennes — principalement celles connotées comme étant françaises — et parfois de Dexia elle-même.

Le phénomène s'est produit en trois temps:

1. En février 2010, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a promulgué un changement dans la Rule 2a-7 de l'*Investment Company Act* de 1940 en ce qui concerne les limites de risque des fonds monétaires (*Money Market Funds* ou MMF) soumis à son autorité, dans le but de protéger les investisseurs américains contre les excès observés avant 2008. L'amendement, applicable à partir de mai 2010 avec une période transitoire jusqu'en décembre, durcit les règles de risque crédit et réduit les échéances des effets pouvant être détenus par les MMF. Si la règle part d'une bonne intention, elle tombe à un très mauvais moment pour l'ensemble des émetteurs de papier à court terme, dont Dexia faisait évidemment partie à travers ses programmes CP/CD. Les tendances au désinvestissement et à la réduction des échéances se retrouvent dans les graphiques suivants:

3. De rol van de andere instellingen

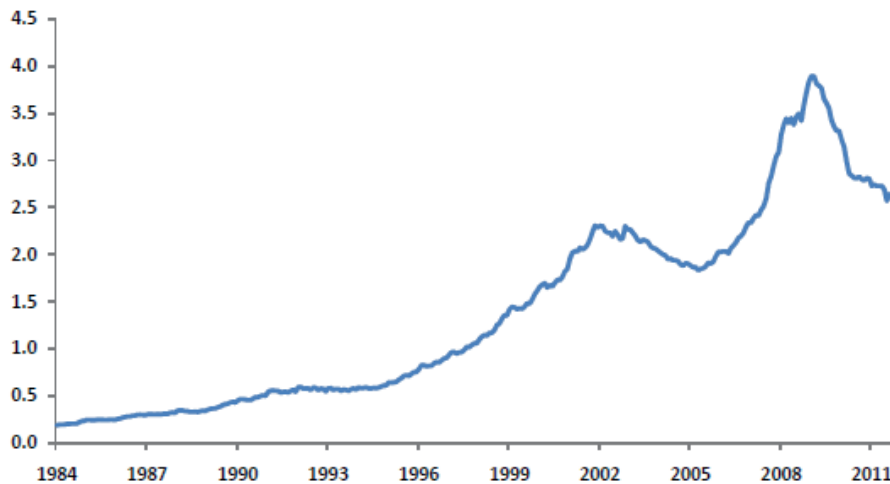
De bancaire concurrenten van Dexia in België hebben in de periode 2008-2011 ongetwijfeld getracht marktaandeel van Dexia af te snoepen, en zeker vanaf midden 2010 zijn ze daar ook in geslaagd. Dexia moest op zijn thuismarkt drie uitdagingen het hoofd zien te bieden: (i) de opkomende herstructureringsstrategie van BNP Paribas Fortis, (ii) de ongewoon agressieve concurrentie van kleinere banken en (iii) een afnemende concurrentiële impact op de PWB-markt als gevolg van de *Risk-adjusted return on capital* (RAROC)-voorwaarden in het plan van de Europese Commissie, waarop Dexia op operationele wijze heeft gereageerd door de voorwaarden soepeler te interpreteren (de EC legde een minimale RAROC op voor de hele productie, terwijl Dexia een gemiddelde RAROC toepaste) om bepaalde concurrentievoordelen te bewaren.

Dit proces kan niet abnormaal worden genoemd, aangezien de Belgische markt redelijk matuur is en er, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Turkse markt, geen winst kan worden gemaakt op basis van de groei van de marktomvang, maar wel op de marktaandeel. Wat dat betreft, valt er dan ook niets bijzonders op te merken.

De analyse is anders wat de internationale institutionele markt betreft, en vooral dan in de Verenigde Staten. We mogen stellen dat verschillende Amerikaanse financiële actoren zich anders gingen opstellen, ten nadele van de Europese instellingen — vooral die welke als Franse instellingen werden gepercipieerd — en soms van Dexia zelf.

Een en ander is in drie stappen verlopen:

1. In februari 2010 heeft de *Securities and Exchange Commission* (SEC) een wijziging uitgevaardigd van Rule 2a-7 van de *Investment Company Act* van 1940, in verband met de risicolimieten van de monetaire fondsen (*Money Market Funds* of MMF's) onder SEC-toezicht, teneinde de Amerikaanse investeerders te beschermen tegen de ontsparingen die vóór 2008 werden vastgesteld. Die wijziging, die van toepassing was vanaf mei 2010, met een overgangperiode tot in december, voorziet in strengere regels inzake kredietrisico en een inkorting van de termijnen voor de effecten die de MMF's mogen bezitten. De regel was goed bedoeld, maar het tijdstip viel erg slecht voor alle emittenten van kortetermijnpapier, waartoe Dexia uiteraard behoorde via haar CP/CD-programma's. De tweevoudige trend - terugschroefing van de investeringen en termijninkorting — wordt weergegeven in de volgende grafieken:

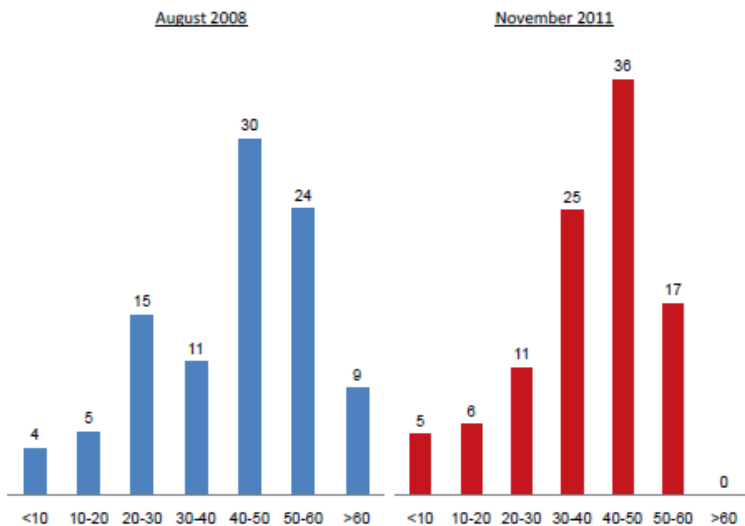


Évolution des encours des MMF américains en 10¹² USD.

Source: Investment Company Institute

Evolutie van de uitstaande schuld van de Amerikaanse MMF's in 10¹² USD.

Bron: Investment Company Institute



Ventilation des échéances moyennes en jours pondérée par les actifs sous gestion.

Source: Investment Company Institute

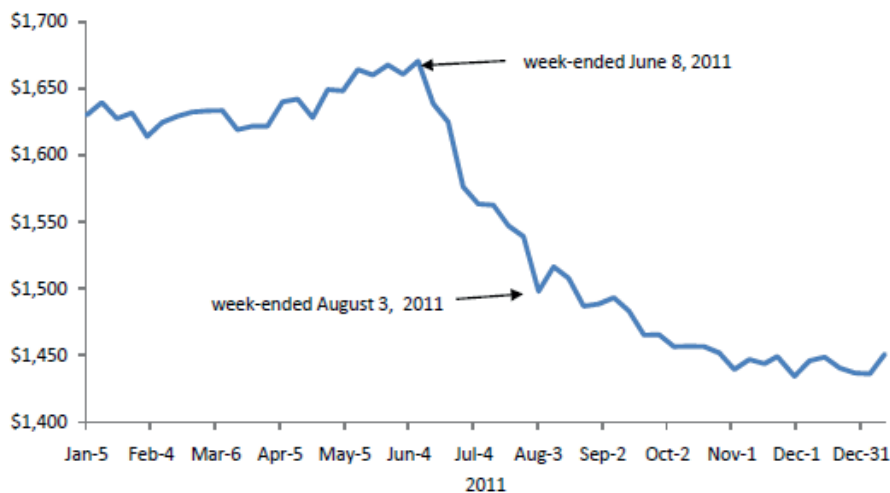
Uitsplitsing van de gemiddelde termijnen in dagen, gewogen door de activa in beheer.

Bron: Investment Company Institute

2. Le 23 mai 2011, le communiqué de S&P induit un assèchement quasi immédiat des prêts à court terme accordés à Dexia NY, ce qui est devenu extrêmement facile étant donné le raccourcissement des échéances. Mais en principe, cet assèchement pouvait être temporaire étant donné qu'il ne s'agissait que d'un *credit watch* pour la note à court terme. Malheureusement, le 15 juin, Moody's publie un communiqué concernant un groupe de banques françaises suite à la dégradation de la situation de la Grèce. Aucune action spécifique n'est prise concernant Dexia sachant qu'une revue de crédit est déjà en cours et que son exposition à la Grèce fera

2. Het communiqué van S&P van 23 mei 2011 leidt tot een haast onmiddellijke opdroging van de kortetermijnleningen aan Dexia NY, wat uiterst gemakkelijk geworden is, gezien de inkorting van de termijnen. Maar in principe kon die opdroging tijdelijk zijn, aangezien het slechts een *credit watch* voor de kortetermijnrating betrof. Op 15 juni stuurt Moody's helaas een communiqué uit over een groep Franse banken, als gevolg van de verslechterende toestand in Griekenland. Ten aanzien van Dexia wordt geen enkele specifieke maatregel genomen, aangezien er al een kredietherziening aan de gang is en de blootstelling van Dexia aan Griekenland in

l'objet d'un examen dans ce cadre. Cependant, DCL NY est perçue comme une filiale de banque française (DCL) et la méfiance vis-à-vis de Dexia n'en est que renforcée. Cela se vérifiera après les publications de S&P et Moody's de juillet, où les MMF ne reviendront jamais chez Dexia et l'accès à cette source de financement s'évaporerait définitivement après l'accord européen du 21 juillet. Le graphique suivant montre l'évolution globale des encours d'investissements des MMF investissant dans les titres de plus haute qualité ("Prime Money Market Funds", PMMF) durant la période considérée.



Évolution des encours des PMMF durant la crise.
Source: Investment Company Institute

3. D'après Dexia, si l'assèchement du marché USD a été général pour les banques européennes, la *Federal Reserve* (Fed) a été particulièrement sévère avec le groupe. La Fed a en effet imposé à DCL NY d'être long en liquidités USD. La Fed a stigmatisé Dexia en publiant les chiffres des *Fed discount window/TAF auctions* (2008). Le marché avait l'impression que les tirages *Fed discount window/TAF auctions* avaient servi à financer des activités en Europe, ce qui est faux puisque DCL NY devait financer les portefeuilles de titres des "assets" de l'économie américaine localisée à NY (par ex. FP) et en Europe (surtout à Dublin).

En plus, des autorités locales avaient reçu de Dexia dans le passé des lignes de liquidité, jamais utilisées avant octobre 2008, mais à partir d'octobre 2008, DCL fut confrontée à des tirages supérieurs à 30 milliards USD.

On a ressenti graduellement une attitude de plus en plus intransigeante de la Fed du fait de l'importance massive (mais de courte durée) du recours à la *discount window* de la Fed et de l'utilisation à une facilité

dat verband zal worden bekeken. DCL NY wordt echter gepercipieerd als een dochter van de Franse bank DCL, wat het wantrouwen ten opzichte van Dexia alleen maar versterkt. Dat zou ook blijken na de communiqués van S&P en Moody's van juli, waarna de MMF's nooit meer met Dexia zouden handelen en de toegang tot die financieringsbron definitief zou verdwijnen na het Europees akkoord van 21 juli. De onderstaande grafiek laat de algemene evolutie zien van de uitstaande investeringen van de MMF's die tijdens de beschouwde periode investeren in hoogwaardige effecten ("Prime Money Market Funds", PMMF).

Evolutie van het uitstaand kapitaal van de PMMF tijdens de crisis. Bron: Investment Company Institute

3. Volgens Dexia was de opdroging van de USD-markt een algemeen verschijnsel voor de Europese banken, maar is de *Federal Reserve* (Fed) voor de groep toch bijzonder streng geweest. De Fed heeft DCL NY namelijk verplicht USD-liquiditeiten te bezitten op lange termijn, en heeft Dexia gestigmatiseerd door de cijfers van de *Fed discount window/TAF auctions* (2008) te publiceren. Op de markt leefde de indruk dat de *Fed discount window/TAF auctions*-trekkingen dienden om activiteiten in Europa te financieren, wat onwaar is, omdat DCL NY in New York de effectenportefeuilles moest financieren van de assets van de Amerikaanse economie (onder andere FP) en in Europa (vooral te Dublin).

Bovendien hadden lokale besturen in het verleden liquiditeitslijnen toegekend gekregen van Dexia. Die waren vóór oktober 2008 nooit gebruikt, maar vanaf oktober 2008 werd DCL geconfronteerd met opnames van meer dan 30 miljard USD.

Gaandeweg stelde de Fed zich alsmaar onbuigzamer op, gelet op het massaal (maar kortstondig) gebruik van de *discount window* van de Fed en het gebruik van een *unsecured facility* (CPFF) waarop Dexia recht had. Toen

“unsecured” (CPFF) à laquelle Dexia avait droit. Lorsqu’on a appris que DSA a reçu environ 21 milliards d’euros USD de la Fed, il y a eu une demande expresse pour que Dexia n’utilise pas l’accès à la *Fed discount window* auquel ses actifs nantis à la Fed lui donnaient pourtant droit. Par la suite la Fed a demandé à Dexia d’aller vers les *tenders* en euro de la BCE (TAF). D’un point de vue politique on a senti que la Fed a été assez hostile à un mécanisme d’aide vis-à-vis de l’ensemble des banques européennes alors que, dans le même temps, les banques US présentes en Europe avaient un accès aisé aux *tenders* de la BCE.

En règle générale, l’attitude du marché américain vis-à-vis des acteurs européens n’a été caractérisé par aucune mansuétude ni patience par rapport aux développements de la crise souveraine. Le marché US a avant tout tenté de se protéger des externalités de cette crise. Circonstance aggravante pour Dexia, la Fed n’a pas semblé avoir apprécié les pratiques du groupe au cours de la période pré-2008, qui lui avait permis à cette époque d’obtenir un excédent de rentabilité sur l’utilisation des facilités de trésorerie, et il semblerait que l’attitude perçue comme hostile par Dexia puisse être reliée à cette période. Les exigences de secret professionnel imposées par la Fed ne nous ont pas permis d’investiguer ce point plus avant.

CHAPITRE 6

Les relations conflictuelles

L’analyse de la section précédente s’orientait sur les influences externes au management, potentiellement néfastes que certains acteurs ont pu avoir sur la gestion du groupe. Cela n’induisait pas de jugement de valeur sur la qualité de cette gestion.

Les objectifs de MM. Mariani et Dehaene, lorsqu’ils ont pris la direction générale et la présidence, étaient clairement d’assurer sa survie dans une optique de gestion de crise, et ils se sont efforcés de s’acquitter de cette tâche avec énergie et conviction. Rien, dans les auditions, les témoignages ou les documents, ne permet de remettre ce constat en question, même si des critiques virulentes ont été par ailleurs exprimées sur la manière dont ce plan a été appliqué.

Par contre, en dépit de cette bonne volonté, on peut pointer des problèmes qui ont été engendrés par cette équipe dirigeante en matière de relations avec différents stakeholders de Dexia. Ce type de problèmes est en principe inhérent à la gestion d’un grand groupe comme Dexia — il serait illusoire d’imaginer que des

vernomen werd dat DSA ongeveer 21 miljard USD van de Fed had ontvangen, werd uitdrukkelijk gevraagd dat Dexia geen gebruik zou maken van de *Fed discount window*, waarop haar bij de Fed verpande activa haar nochtans recht gaven. Vervolgens vroeg de Fed aan Dexia om zich tot de ECB-*tenders* in euro (TAF) te wenden. Politiek gezien bleek de Fed vrij afkerig te staan van een hulpmechanisme voor alle Europese banken, terwijl de in Europa aanwezige Amerikaanse banken gemakkelijk toegang hadden tot de *tenders* van de ECB.

Doorgaans gaf de houding van de Amerikaanse markt tegenover de Europese actoren blijk van een compleet gebrek aan toegeeflijkheid en geduld wat de ontwikkelingen van de staatsschuldencrisis betreft. De Amerikaanse markt heeft vooral geprobeerd zich te beschermen tegen de externe kosten van de crisis. Als verzwarende omstandigheid voor Dexia geldt dat de Fed kennelijk weinig begrip kon opbrengen voor de praktijken van de groep van vóór 2008, die de groep toen in staat had gesteld een winstoverschot te boeken op het gebruik van thesauriefaciliteiten; de door Dexia als vijandig ervaren houding zou daar kennelijk mee te maken hebben. Vanwege de regels inzake het beroepsgeheim bij de Fed hebben we dat punt niet nader kunnen onderzoeken.

HOOFDSTUK 6

De conflictueuze betrekkingen

De analyse in de voorgaande afdeling betrof de mogelijk nefaste invloed die sommige actoren die niet tot het management behoorden, misschien hebben gehad op het beheer van de groep. Dat hield geen waardeoordeel in omtrent de kwaliteit van dat beheer.

De doelstellingen van de heren Mariani en Dehaene, toen ze respectievelijk ceo en voorzitter werden, bestonden er duidelijk in het overleven van Dexia te verzekeren, tegen een achtergrond van crisisbeheer. Ze hebben getracht zich met veel energie en overtuiging van die taak te kwijten. Niets in de hoorzittingen, de getuigenissen of de documenten maakt het mogelijk die vaststelling in twijfel te trekken, ondanks het feit dat felle kritiek werd geuit op de wijze waarop dat plan werd toegepast.

Ondanks die goede wil, kan men echter problemen voor het voetlicht brengen die dat managementteam heeft veroorzaakt op het vlak van de betrekkingen met verschillende stakeholders van Dexia. Dat soort van problemen is in principe inherent aan het beheer van een grote groep zoals Dexia. Het is een illusie dat top-

top managers de crise ne se feraient pas d'ennemis dans le processus. Certains d'entre eux, néanmoins, étaient peut-être évitables et ont par ailleurs eu une influence manifestement négative sur la manière dont la situation du groupe a évolué lors de la crise souveraine. Le conflit le plus important, dans le cadre de la crise souveraine, est celui ayant opposé le groupe (DSA) à la banque (DBB).³

1. L'opposition entre Dexia SA et Dexia Banque Belgique

L'arrivée abrupte du nouveau management en octobre 2008, avec un choix délibéré d'opérer un véritable *tabula rasa* sur l'ancien top management du groupe — seul Claude Piret, le CRO, restera en poste parmi les anciens membres du comité de direction de Dexia — va de pair avec un nouveau style, résolument en rupture avec l'ancien. M. Mariani s'entoure d'une équipe restreinte, recrute un directeur de la stratégie (Alexandre Joly) qui vient de l'Inspection des Finances française, comme lui, mais aussi du monde industriel, et qui devient de facto n° 2 du groupe (alors que c'est officiellement M. Decraene qui a cette fonction), et s'entoure d'une équipe de consultants externes (Bain & Co.) afin d'entamer une transformation radicale du groupe à travers un "plan de transformation" pluriannuel.

Ce changement va amener des frictions très importantes à l'intérieur du groupe. Elles se cristallisent autour de la relation entre la société faitière du groupe, Dexia SA (DSA) et ses organes d'une part, et l'entité opérationnelle Dexia Banque Belgique (DBB) et sa filiale d'assurances *Dexia Insurance Belgium* (DIB) d'autre part. *A posteriori*, on peut raisonnablement évoquer l'existence d'une véritable opposition qui s'est développée entre DBB et DSA au fil du mandat de M. Mariani. D'après l'ensemble des informations collectées et analysées, il apparaît que cette opposition s'organise autour de quatre thèmes: la place réservée à DBB dans le plan de transformation, qui a instauré un sentiment profond d'injustice au sein de la banque; le sort des activités d'assurances du groupe; le changement dans la discipline de groupe imposée par la nouvelle équipe dirigeante; et enfin le projet de fusion entre DBB et DSA.

1.1 L'injustice perçue du plan de transformation

Le diagnostic posé par M. Pierre Mariani quant à l'état dans lequel se trouve DBB à son arrivée est loin

³ Les conflits avec les agences de notation et la Commission européenne, qui ont également influencé le destin du groupe, sont analysés par ailleurs.

crisismanagers zich geen vijanden maken tijdens het proces. Sommige van die problemen konden echter misschien worden voorkomen en hebben een kennelijk negatieve invloed gehad op de wijze waarop de situatie van de groep geëvolueerd is tijdens de overheidsschuldencrisis. Het belangrijkste conflict in het kader van de soevereine schuldencrisis is dat tussen de groep (DSA) en de bank (DBB).³

1. De tegenstelling tussen Dexia NV en Dexia Bank België

Het plotse aantreden van het nieuwe management in oktober 2008, met de bewuste keuze schoon schip te maken met het oude management van de groep — van de vroegere leden van het directiecomité van Dexia zal alleen CRO Claude Piret op post blijven — luidt een nieuwe stijl in die resoluut breekt met de oude. De heer Mariani omringt zich met een klein team, neemt een directeur strategie (Alexandre Joly) in dienst die net als hij afkomstig is van de Franse Inspectie van Financiën maar ook goed ingevoerd is in de industriewereld en die de facto de nummer 2 van de groep wordt (terwijl officieel de heer Decraene die functie bekleedt), en omringt zich met een team van externe consultants (Bain & Co) om de groep radicaal om te vormen aan de hand van een meerjarenhervormingsplan.

Die wijziging zal binnen de groep voor grote wrijvingen zorgen die zich kristalliseren rond de relatie tussen de koepelvennootschap van de groep, Dexia NV (DSA) en zijn organen enerzijds en de operationele eenheid Dexia Bank België (DBB) en haar verzekeringsdochter *Dexia Insurance Belgium* (DIB) anderzijds. Achteraf bekeken mag men het met recht hebben over een echte tegenstelling die tijdens het mandaat van de heer Mariani is gegroeid tussen DBB en DSA. Uit alle bijeengebrachte en geanalyseerde inlichtingen blijkt dat die tegenstelling rond vier thema's draait: de plaats die DBB bekleedt in het hervormingsplan, die binnen de bank voor een diep gevoel van onrechtvaardigheid heeft gezorgd; het lot van de verzekeringsactiviteiten van de groep; de door het nieuw leidende team opgelegde wijziging in de discipline van de groep; en het plan om DBB en DSA samen te smelten.

1.1 De onrechtvaardigheid die men in het hervormingsplan heeft gevoeld

De diagnose die de heer Pierre Mariani bij zijn aankomst stelt over de staat waarin DBB verkeert, was

³ De conflicten tussen de ratingagentschappen en de Europese Commissie, die ook het lot van de groep hebben beïnvloed, worden elders in dit verslag onderzocht.

d'être positif. Sur la période 2005-09, il constate que les parts de marché de DBB n'ont pratiquement pas évolué (+ 0,1 %) dans les dépôts, et que par ailleurs la position de Dexia s'est dégradée dans les crédits, l'assurance-vie et l'encours des investissements dans les fonds communs de placement, généralement source de rentabilité. Il estime donc qu'il faut redresser l'activité de la banque de détail en imposant un plan en quatre points: (1) rénover les agences, (2) développer les services internet, (3) qualifier le personnel en agence, et (4) réorganiser le réseau d'agences.

1.1.1 La focalisation sur DBB

Ce redressement fait partie d'un plan de transformation pour lequel le support stratégique de Bain est utilisé. L'équipe de consultants commence par fournir un support à la gestion de crise en 2008, et élabore dès la fin de cette année des plans d'efficience pour 2009. L'activité de *Retail & Commercial Banking* (RCB) de DBB fera l'objet, en 2009, de la mise en place d'un "*revenue full potential plan*" qui a pour objet de revoir en profondeur la manière donc l'activité de RCB doit s'organiser.

Les propositions de Bain du 4 décembre 2008 mentionnent donc, parmi les 15 axes du plan de transformation, un plan "*new retail in Belgium*" focalisé sur l'amélioration structurelle du ratio coût/revenu, considéré comme trop élevé chez DBB. Pour chacun de ces 15 chantiers, un *White Book* doit être présenté au Comité exécutif avec un calendrier spécifique. *In fine*, Bain diagnostiquera avoir permis à Dexia d'économiser une somme de 600 millions d'euros entre 2009 et 2011, dont en particulier des économies de coûts pour 545 millions d'euros, partiellement compensés par l'inflation et la dérive salariale pour 300 millions d'euros.

En mai 2009, un point d'étape montre, entre autres, deux éléments intéressants: (1) le plan DBB *Full Potential* en est au niveau de la validation de la stratégie et du niveau d'ambitions, (2) pour la transformation de DIB, on en est aux "*preliminary implementation milestones*". En décembre 2009, l'estimation de la complétion du plan pour DBB amène au-delà de décembre 2010. Enfin, en juin 2010, Bain signale quelques clignotants par rapport au degré d'avancement des différents dossiers. Parmi les 5 signaux orange, figure le RCB de DBB.

La seconde phase de la transformation en profondeur engagée chez Dexia se passe durant le premier semestre

verre van positief. Hij constateert dat de marktaandeelen van DBB in de periode 2005-2009 nagenoeg ongewijzigd zijn gebleven (+ 0,1 %) in de deposito's en dat de positie van Dexia achteruitgegaan is in de kredieten, de levensverzekering en het uitstaande bedrag van de beleggingen in de gemeenschappelijke beleggingsfondsen, die doorgaans rendabel zijn. Hij oordeelt dus dat de activiteit van de retailbanking moet worden hersteld door een vierpuntenplan op te leggen: (1) de agentschappen vernieuwen, (2) de internetdiensten uitbouwen, (3) het agentschapspersoneel bijscholen, en (4) het netwerk van agentschappen reorganiseren.

1.1.1 De focus op DBB

Dat herstel maakt deel uit van een hervormingsplan waarvoor de strategische steun van Bain wordt gebruikt. Het team van consultants verstrekt eerst steun aan het crisisbeheer in 2008 en werkt al vanaf het einde van dat jaar efficiencyplannen uit voor 2009. Voor de activiteit van *Retail & Commercial Banking* (RCB) van DBB zal in 2009 een "*revenue full potential plan*" tot stand komen om de wijze waarop de RCB-activiteit moet worden georganiseerd grondig te herzien.

De voorstellen van Bain van 4 december 2008 vermelden dus, onder de 15 hoofdlijnen van het hervormingsplan, een plan "*new retail in Belgium*" dat toegespitst is op de structurele verbetering van de *cost-income ratio*, die bij DBB als te hoog wordt beschouwd. Voor elk van die hoofdlijnen moet een witboek worden voorgelegd aan het Uivoerend Comité, met een specifiek tijdspad. *In fine* zal Bain voorrekenen dat het Dexia de mogelijkheid heeft geboden tussen 2009 en 2011 600 miljoen euro te besparen, waarvan meer in het bijzonder kostenbesparingen voor 545 miljoen euro, die ten dele gecompenseerd worden door de inflatie en de loondrift ten belope van 300 miljoen euro.

In mei 2009 brengt een tussenstap onder meer twee interessante elementen voor het voetlicht: (1) het plan DBB *Full Potential* verkeert in het stadium van de validatie van de strategie en van het ambitieniveau, (2) wat de hervormingen van DIB betreft, bevindt men zich in het stadium van de "*preliminary implementation milestones*". In december 2009 wordt ervan uitgegaan dat het plan voor DBB pas na december 2010 zal voltooid zijn. In juni 2010 ten slotte wijst Bain op enkele knipperlichten op het vlak van de progressie van de verschillende dossiers. De RCB van DBB maakt deel uit van de 5 oranje knipperlichten.

De tweede etappe van de grondige hervorming van Dexia vindt plaats tijdens de eerste helft van 2011. Een

2011. L'objectif stratégique de cette phase est de procéder à une industrialisation plus poussée des processus afin d'en améliorer l'efficacité. Parmi les points principaux de cette phase, on retrouve notamment la revue stratégique du *corporate banking* en Europe, la revue stratégique du *private banking* en Belgique, et le support aux projets stratégiques chez DenizBank.

Comme on peut le constater, le plan de transformation a toujours intégré la réorganisation de DBB en tant que composante importante. L'objectif du management est clair: restaurer la qualité de la franchise belge, dont il a eu l'impression, lors de sa prise de fonction, qu'elle présentait des sources importantes d'inefficacité. Dans sa seconde présentation devant la commission, M. Mariani évoque d'ailleurs que "*le plan de transformation mis en œuvre depuis 2009 est le socle du développement actuel de DBB*" (page 21).

La procédure a été mise en place avec difficulté et, comme l'ont évoqué plusieurs acteurs directement impliqués dans ce dossier, on n'a pas pu aller très en profondeur dans les réformes, du fait de résistances et d'une inertie importantes.

Du côté de Dexia SA, l'idée s'est rapidement fait jour — dès 2008 — que le groupe était constitué sous forme d'une série de baronnies. Le terme de "balkanisation" du groupe, utilisé à plusieurs reprises lors des auditions par MM. Mariani et Dehaene, reflète clairement cet état d'esprit. Or, DBB représente une composante particulière du groupe à cause de son rôle de fournisseur de liquidités grâce à sa structure de financement par dépôts assez stable, véritable "vache à lait" de Dexia. Il ressort clairement des divers entretiens effectués sur ce sujet que DBB a eu de grandes difficultés à accepter la cure qui lui était imposée, et que cette attitude était largement assimilée à la manifestation d'une résistance au changement. Cela a certainement amené M. Pierre Mariani, lorsqu'il a senti qu'il ne parviendrait pas à bout de cette résistance, à déléguer un consultant extérieur, M. Jos Clijsters, pour épauler la réforme de l'activité RCB dans la banque.

Par contraste, comme l'indique le rapport du "*Core Supervisory College*" de Dexia du 7 juillet 2011, l'organisation de la gestion des risques chez DCL demeure défaillante et ne respecte clairement pas les standards exigés par les régulateurs en la matière. On peut raisonnablement se demander pourquoi, alors que le *risk management* a fait l'objet d'un processus de rationalisation extrêmement sévère à travers le groupe, celui-ci a pu laisser l'une des principales filiales dans une situation aussi peu satisfaisante aux yeux des autorités de contrôle.

verregaander industrialisatie van de processen om ze doeltreffender te maken, is de strategische doelstelling van die etappe. Tot de belangrijkste punten van die etappe behoren onder meer de strategische herziening van de *corporate banking* in Europa, de herziening van de *private banking* in België en de steun aan strategische projecten bij DenizBank.

Zoals men kan vaststellen, is de reorganisatie van DBB steeds een belangrijke component geweest van het hervormingsplan. Het was duidelijk wat het management nastreefde: de kwaliteit van de Belgische franchise herstellen, waarvan het bij zijn aantreden de indruk heeft gehad dat ze voor een aanzienlijke ondoeltreffendheid zorgde. De heer Mariani heeft in zijn tweede uiteenzetting voor de commissie trouwens het volgende aangegeven: "*le plan de transformation mis en œuvre depuis 2009 est le socle du développement actuel de DBB.*" (bladzijde 21).

De procedure is moeizaam tot stand gekomen en, zoals verschillende rechtstreeks bij dat dossier betrokken actoren hebben aangegeven, is men niet zeer ver kunnen gaan met de hervormingen omdat men op een grote weerstand en onverschilligheid is gebotst.

Wat Dexia NV betreft is men snel — reeds in 2008 — tot de bevinding gekomen dat de groep uit een aantal baronnieën bestond. Het woord "balkanisering" van de groep, dat meermaals werd gebruikt tijdens de hoorzittingen met de heren Mariani en Dehaene, geeft die ingesteldheid duidelijk weer. DBB is echter een bijzondere component van de groep wegens haar rol als verstrekker van liquiditeiten dankzij haar vrij stabiele structuur van financiering door deposito's, de echte "melkkoe" van Dexia. Uit de diverse gesprekken die daarover werden gevoerd komt duidelijk naar voren dat DBB het zeer moeilijk heeft gehad om de haar opgelegde kuur te aanvaarden en dat die houding in ruime mate werd gezien als een uiting van verzet tegen verandering. Dat heeft de heer Pierre Mariani, toen hij ondervonden heeft dat hij dat verzet niet zou overwinnen, er ongetwijfeld toe gebracht een externe consultant, de heer Jos Clijsters, af te vaardigen om de hervorming van de RCB-activiteit in de bank te steunen.

Zoals uit het rapport van het "*Core Supervisory College*" van Dexia van 7 juli 2011 blijkt, blijft de organisatie van het risicobeheer bij DCL daarentegen gebrekkig en worden de door de reguletoeren geëiste normen op dit gebied duidelijk niet nageleefd. Men kan zich redelijkerwijze afvragen waarom, terwijl enerzijds het risicobeheer in de hele groep aan een uiterst streng rationaliseringsproces werd onderworpen, die groep anderzijds één van de belangrijkste dochterondernemingen in een situatie heeft kunnen laten die door de toezichhoudende autoriteiten als weinig bevredigend werd beschouwd.

1.1.2 Le traitement de faveur de DenizBank

Cette pression perçue par DBB doit être contrastée avec un traitement totalement différent, voire perçu comme diamétralement opposé, réservé à DenizBank. Plusieurs éléments objectifs étaient ce point de vue:

1. la stratégie élaborée par Dexia SA en 2008 vise prioritairement à développer la franchise turque, perçue comme le vecteur de rentabilité le plus prometteur du groupe, et dont le marché domestique s'affiche en forte croissance. Le centre de gravité, qui était clairement franco-belge, se déplace donc vers une entité plus indépendante et supportée financièrement de façon très volontariste. Le refus du groupe d'intégrer la vente de son fleuron dans le plan de *deleveraging*, en désaccord avec la Commission européenne reflète cette priorité stratégique. Pour les points d'ancrage historiques du groupe, DBB, DCL et DBL, il s'agit d'une réalité qui tranche avec celle du management précédent, qui avait fait des trois entités de base le fer de lance de la politique d'expansion géographique et de taille de bilan;

2. l'investissement dans le développement de DenizBank est très significatif, et est un effort de pure croissance. Lors de sa seconde audition devant le parlement, M. Mariani s'est ainsi félicité d'avoir engagé un plan d'investissement de 250 millions d'euros en trois ans pour supporter la croissance de la franchise turque. Dans le même temps, les activités principalement RCB de DBB ont été transformées pour un coût de 350 millions d'euros mais, dans le marché mature que constitue la Belgique, ce montant doit être mis en balance avec l'économie de coût du plan de transformation. Au total, l'investissement net a donc été vraisemblablement significativement plus élevé chez Denizbank que chez DBB;

3. parallèlement à cela, on peut remarquer la relative discrétion de Denizbank dans le plan de transformation. Ce n'est qu'en 2011 que le *Program Management Office* (PMO) s'est véritablement saisi du problème. Sur la période 2008-10, il n'y a effectivement pas eu d'éléments significatifs dans le plan de transformation à part un "support à la revue stratégique de Deniz";

4. l'élément le plus interpellant est certainement le traitement incohérent du risque opérationnel que constitue DenizBank pour Dexia SA tout au long de la période. Le conseil d'administration est conscient que la banque turque, en très forte croissance, est entièrement portée par son CEO, Hakan Ates. Le 22 juin 2010, le conseil d'administration de Dexia réaffirme que DenizBank constitue le moteur de la croissance, mais conditionne

1.1.2 De gunstbehandeling van DenizBank

Die door DBB ervaren druk moet worden geplaatst tegenover een totaal andere of zelfs als diametraal tegengesteld gepercipieerde behandeling, namelijk die van DenizBank. Verscheidene objectieve elementen schragen die zienswijze:

1. de door Dexia NV in 2008 ontwikkelde strategie is prioritair gericht op de ontwikkeling van de Turkse franchise, die wordt gezien als de meest veelbelovende vector van rentabiliteit van de groep, en waarvan de binnenlandse markt een sterke groei vertoont. Het zwaartepunt, dat onmiskenbaar Frans-Belgisch was, verschuift dus naar een meer onafhankelijke en financieel erg voluntaristisch ondersteunde entiteit. De weigering van de groep om de verkoop van haar vlaggenschip — tegen de wil van de Europese Commissie — in het *deleveraging*-plan op te nemen, weerspiegelt die strategische prioriteit. Voor de historische ankerpunten van de groep (DBB, DCL en DBL) gaat het om een gegevenheid die afsteekt tegen die van het vorige management, dat van de drie basistentiteiten de speerpunt had gemaakt van het op geografische expansie en expansie van de balansomvang gerichte beleid;

2. de investering in de ontwikkeling van DenizBank is heel significant en is een inspanning van louter groei. Tijdens de tweede hoorzitting in het parlement toonde de heer Mariani zich ingenomen met het feit dat hij een investeringsplan van 250 miljoen euro in drie jaar was aangegaan om de groei van de Turkse franchise te steunen. Intussen werden de voornamelijk RCB-activiteiten van DBB omgevormd voor een bedrag van 350 miljoen euro, maar in de mature markt die België vormt, moet dat bedrag in balans worden gebracht met de kostenbesparing via het hervormingsplan. In totaal is de netto-investering bij Denizbank dus waarschijnlijk aanzienlijk hoger geweest dan bij DBB;

3. parallel daarmee kan men de relatieve bescheiden plaats van Denizbank in het hervormingsplan opmerken. Pas in 2011 heeft het *Program Management Office* (PMO) zich echt met het probleem beziggehouden. Tijdens de periode 2008-2010 zijn er in het hervormingsplan geen echt significante elementen geweest, tenzij "steun voor de strategische evaluatie van Deniz";

4. het meest opvallende element is zeker de onafhankelijke aanpak van het operationele risico dat DenizBank gedurende de hele periode voor Dexia NV vormt. De raad van bestuur is zich ervan bewust dat de snel groeiende Turkse bank volledig gedragen wordt door haar ceo, de heer Hakan Ates. Op 22 juni 2010 bevestigt de raad van bestuur van Dexia opnieuw dat DenizBank de motor van de groei vormt, maar maakt

par ailleurs son support au développement de la banque à une meilleure collaboration avec le management de Dexia au contrôle des risques de Deniz. Cette attitude recèle une inquiétude importante quant au fait que le succès de la franchise qui amène tout de même la moitié de la rentabilité du groupe ne va pas de pair avec un contrôle très strict de ses activités. Deniz n'en est pas encore au stade de l'industrialisation, et son succès doit beaucoup à des éléments personnels, au caractère entrepreneurial de sa gestion et au flair de son CEO. Au regard du contrôle devenu très strict des franchises "historiques" du groupe, ce hiatus représente une anomalie;

5. enfin, il faut noter que le conseil d'administration de Dexia s'est toujours farouchement opposé avec véhémence à toute cession de DenizBank. Tout d'abord en 2009, lors de la négociation avec la Commission européenne: cette cession, demandée par l'Europe, a été remplacée par celles, planifiées, de Crediop et Sabadell. Ensuite, en 2011, cette position est réaffirmée plusieurs fois par les organes du groupe. Lors du premier comité stratégique de mai, on procède à un tour d'horizon des entités opérationnelles qui pourraient fait l'objet d'une cession. DenizBank en est vigoureusement écartée au prétexte que c'est le moteur de la rentabilité du groupe et qu'une cession ne rembourserait pas le *goodwill* payé lors de son acquisition. La position est réaffirmée au début du mois d'août, en préparation de la négociation avec le *case team* de la Commission. Ce n'est qu'au début du mois d'octobre que, dans le cadre du démantèlement du groupe, Dexia doit se résoudre à mettre la filiale turque en vente.

Les témoignages provenant de DBB, d'une part, et DSA, d'autre part, par rapport aux différentes dimensions du plan de transformation indiquent qu'il n'y a pas eu de manœuvre d'obstruction par rapport à la volonté du management de Dexia SA. Par contre, comme le montre la position exprimée par les syndicats à plusieurs reprises ainsi que divers éléments recueillis auprès de membres de l'équipe de gestion de DBB, on ne peut nier que la loyauté de la banque à l'égard du groupe s'est accompagnée d'une certaine incompréhension, voire chez certains acteurs de désaccord profond, par rapport à la stratégie poursuivie à l'égard de DBB et de DenizBank. Certains départs de top managers ont pu notamment être partiellement expliqués par ces types de divergences stratégiques.

voorts zijn steun aan de ontwikkeling van de bank afhankelijk van een betere samenwerking met het management van Dexia in het risicobeheer van Deniz. Die houding maskeert een grote bezorgdheid in het licht van het feit dat het succes van de franchise, die toch goed is voor de helft van de rentabiliteit van de groep, niet gepaard gaat met een strikte controle van haar activiteiten. Deniz zit nog niet in de fase van de industrialisatie en het succes van de bank is in grote mate te danken aan persoonlijke elementen, het ondernemende karakter van het beheer en de flair van haar ceo. Tegen de achtergrond van de heel strikt geworden controle van de "historische" franchises van de groep, is die leemte een anomalie;

5. tot slot moet worden opgemerkt dat de raad van bestuur van Dexia zich altijd hevig heeft verzet tegen elke vervreemding van DenizBank. Eerst in 2009, bij de onderhandelingen met de Europese Commissie: die overdracht op verzoek van Europa is vervangen door de (geplande) overdracht van Crediop van Sabadell. Vervolgens wordt dat standpunt in 2011 verscheidene malen herhaald door de organen van de groep. Tijdens het eerste beleidscomité van mei, gaat men over tot een verkennende ronde van de operationele entiteiten die voor overdracht in aanmerking kwamen. DenizBank wordt daar zeer nadrukkelijk buiten gehouden onder het voorwendsel dat ze de motor is van de rentabiliteit van de groep en dat een overdracht niet de *goodwill* zou vergoeden die bij de verwerving ervan werd betaald. Het standpunt wordt begin augustus opnieuw bevestigd, ter voorbereiding van de onderhandeling met het *case team* van de Commissie. Pas in oktober, in het kader van de ontmanteling van de groep, moet Dexia wel beslissen haar Turkse dochter te verkopen.

De getuigenissen van enerzijds DBB en anderzijds DSA met betrekking tot de verschillende aspecten van het hervormingsplan geven aan dat er geen obstructie is geweest tegen de wil van het management van Dexia NV. Zoals echter blijkt uit het herhaaldelijk geformuleerde standpunt van de vakbonden, alsook uit diverse elementen die werden ingewonnen bij leden van het managementteam van DBB, valt niet te ontkennen dat de loyaliteit van de bank ten opzichte van de groep gepaard ging met een zeker onbegrip, en bij sommige spelers zelfs een grondige onenigheid met de strategie ten aanzien van DBB en DenizBank. Het vertrek van bepaalde topmanagers kon met name voor een deel worden verklaard door dat soort meningsverschillen over de strategie.

1.2 Le cas de l'assurance

Quand il arrive en 2008 à la tête de Dexia, M. Pierre Mariani a une expérience bancaire suite à son passage à la banque d'investissement de BNP (Banexi). Il n'a en revanche pas travaillé dans le secteur de l'assurance. Or, parmi les actifs du groupe, on retrouve, outre la filiale d'assurance-vie de Deniz (vendue durant le deuxième trimestre 2011 à *Met Life*), DIB qui est une filiale à 99,8 % de DBB.

En 2008, la revente de DIB ne représente aucunement une priorité pour le groupe. Cependant, les constats opérés pour DBB en matière d'érosion des parts de marchés et de faiblesse de la rentabilité sont considérés comme tout aussi valables pour DIB, particulièrement pour l'assurance vie où la part de marché de la compagnie ne représente plus, début 2009, que 6,4 % du marché belge: il s'agit d'une chute de plus du quart de la part de 2005 (8,9 %).

De manière à reprendre la main sur l'activité d'assurances et s'assurer que le plan de transformation sera bien exécuté, il est important de supprimer les niveaux hiérarchiques intermédiaires. Le contrôle de l'activité de DIB sera donc directement placé sous l'autorité du groupe. Cependant, aucun membre du comité de direction du groupe ne présente des compétences particulières en matière d'assurances, et par ailleurs, M. Roelandt ne siège ni au comité de direction, ni au comité exécutif du groupe. DIB a bien le statut de sous-filiale en matière opérationnelle, et est gérée de manière décentralisée. Dans la vision centralisatrice amenée et revendiquée par le tandem Mariani-Dehaene, cette situation semble donc assez particulière, et peut s'avérer dérangeante.

En outre, pour des raisons d'*Assets & Liabilities Management* (ALM), l'activité d'investissements dans le cadre de l'assurance-vie ne doit pas être contrainte par le processus de *deleveraging* engagé par ailleurs sur l'ensemble du bilan du groupe. Il est donc permis à DIB de réinvestir les primes perçues dans des obligations, avec une priorité sur celles détenues par les autres entités du groupe. Mais cette situation ne contribue évidemment pas à l'image que veulent donner les organes de Dexia, à savoir une forte réduction de la taille du bilan à un rythme soutenu.

À la lumière de ces constatations, on peut comprendre la proposition faite par le management de Dexia de tenter de revendre — au moins en partie — les activités d'assurances du groupe comme contribution potentielle au *deleveraging* accéléré entamé au mois de mai et qui a fait, il faut le rappeler, l'objet du contenu

1.2 De verzekeringen

Wanneer de heer Pierre Mariani in 2008 aan het hoofd van Dexia komt, heeft hij bankervaring als gevolg van zijn passage bij de investeringsbank van BNP (Banexi). Hij heeft echter niet in de verzekeringssector gewerkt. Onder de activa van de groep vindt men, naast de levensverzekeringsdochter van Deniz (tijdens het tweede kwartaal van 2011 verkocht aan *Met Life*), echter DIB, dat voor 99,8 % een dochteronderneming is van DBB.

In 2008 is de doorverkoop van DIB geenszins een prioriteit voor de groep. De bevindingen ten aanzien van DBB inzake de erosie van de marktaandelen en de zwakke rentabiliteit gelden in dezelfde mate voor DIB, met name voor de levensverzekeringen, waar het marktaandeel van de maatschappij begin 2009 niet meer vertegenwoordigt dan 6,4 % van de Belgische markt: het gaat om een daling met meer dan een kwart van het aandeel van 2005 (8,9 %).

Om weer het voortouw te nemen in de verzekeringsactiviteit en ervoor te zorgen dat het hervormingsplan goed wordt uitgevoerd, is het belangrijk de tussenliggende hiërarchische niveaus te verwijderen. De controle op de activiteit van DIB zal dus direct onder het gezag van de groep worden geplaatst. Geen enkel lid van het directiecomité van de groep heeft echter bijzondere ervaring in verzekeringszaken, en voorts heeft de heer Roelandt geen zitting in het directiecomité of in het uitvoerend comité van de groep. DIB heeft wel de status van subdochteronderneming op operationeel gebied, en wordt op een gedecentraliseerde manier beheerd. In de centralistische visie die de tandem Mariani-Dehaene heeft geïntroduceerd en waar zij voor staan, lijkt die situatie dus nogal eigenaardig en kan ze verstorend blijken te zijn.

Bovendien moet de investeringsactiviteit in het kader van de levensverzekeringen om redenen van *Assets & Liabilities Management* (ALM) niet worden beperkt door het *deleveraging*-proces, dat voorts op gang is gebracht voor de hele balans van de groep. DIB mag dus de geïnde premies in obligaties herinvesteren, met voorrang op die welke door andere entiteiten van de groep worden aangehouden. Maar die situatie draagt uiteraard niet bij tot het beeld dat de organen van Dexia willen geven, namelijk een sterke vermindering van de balansomvang in een gestaag tempo.

In het licht van die vaststellingen kan men het voorstel begrijpen van het Dexia-management om — op zijn minst voor een deel — de verzekeringsactiviteiten van de groep te pogen te verkopen als mogelijke bijdrage aan de versnelde *deleveraging* waarmee in mei was gestart en waarover — men mag dat niet vergeten —

de l'appel de Dexia à l'intention de S&P de dégrader les notes des entités du groupe.

Cette solution est d'abord discutée avec la BNB, puis au comité stratégique, puis au conseil d'administration de fin mai 2011. L'idée est de fournir cette piste comme alternative aux reventes de Crediop et Sabadell, dont Dexia est convaincu qu'elles sont impossibles dans les conditions de marché du moment. Le pôle d'assurances de Dexia, non-stratégique, très autonome, et ne contribuant pas au *deleveraging*, représente un candidat à une cession aux yeux du management. Les arguments avancés par le management sont: un impact défavorable sur les fonds propres de l'entrée en vigueur de *Solvency II*, et une part de marché trop faible qui induit que DIB n'atteint pas la taille critique.

Les membres du conseil d'administration, en ce compris les Belges, semblent touchés par l'argumentaire du management, mais Mme Swiggers s'interroge tout de même sur ce choix étant donné que l'activité d'assurances contribue tout de même à la rentabilité du groupe, à hauteur d'environ 200 millions d'euros de bénéfices pour l'année précédente. Le conseil décide sur consensus de donner mandat au management d'entamer des discussions avec un partenaire potentiel, et d'entamer par ailleurs les discussions avec la Commission européenne en vue du remplacement de la cession prévue de Crediop et Sabadell par celle de DIB.

Le résultat du processus pour un observateur extérieur, est qu'en dépit du caractère raisonnable que peut a priori représenter cette décision finale, le fait est que Dexia a eu presque trois ans pour entamer vigoureusement les discussions de revente des filiales à problèmes de DCL, mais remplace *in fine* ces cessions par celle d'une filiale certes "électron libre", mais absolument pas problématique dans l'immédiat, consommant peu de liquidités, et apportant de la rentabilité nette par ailleurs. Circonstance pouvant alimenter un ressentiment additionnel d'un point de vue belge, on remplace la revente de morceaux malades résultant des expansions aventureuses de la branche française par celle d'une activité historique du groupe, qui s'est développée au sein de Dexia par le biais de l'absorption progressive des AP Assurances, qui se trouvaient précédemment dans le giron de Bacob puis d'Artesia.

1.3. La discipline de groupe

La manière dont Dexia avait organisé sa gouvernance avant 2008 était relativement confortable: la règle voulait que les principaux directeurs exécutifs du groupe

de memo ging die Dexia had gericht aan S&P's die van plan waren de rating van de entiteiten van de groep te verlagen.

Die oplossing wordt eerst met de NBB, vervolgens in het strategisch comité en eind mei 2011 in de raad van bestuur besproken. Het idee is die mogelijkheid aan te reiken als alternatief voor de verkoop van Crediop en Sabadell, die Dexia niet haalbaar acht in de geldende marktomstandigheden. De niet-strategische en heel autonome verzekeringstak van Dexia, die niet bijdraagt tot de *deleveraging*, komt in de ogen van het management in aanmerking om te worden verkocht. Het management voert de volgende argumenten aan: een ongunstig effect van de inwerkingtreding van *Solvency II* op het eigen vermogen, alsook een te klein marktaandeel, waardoor DIB de kritische grootte niet haalt.

De leden van de raad van bestuur, ook de Belgen, lijken overstag te gaan voor de argumenten van het management, maar mevrouw Swiggers heeft toch vragen bij die keuze, aangezien de verzekeringsactiviteit toch bijdraagt tot de rendabiliteit van de groep; het jaar voordien boekte die tak nog 200 miljoen euro winst. De raad van bestuur komt tot de consensus het management de opdracht te geven gesprekken te starten met een mogelijke partner en tegelijkertijd met de Europese Commissie te spreken over de mogelijkheid niet Crediop en Sabadell te verkopen, maar DIB.

Hoe redelijk die uiteindelijke beslissing a priori ook kan zijn, van buitenaf bekeken lijkt alles erop dat Dexia weliswaar drie jaar de tijd heeft gehad om grondig werk te maken van de onderhandelingen over een verkoop van de problematische dochterondernemingen van de DCL, maar uiteindelijk beslist niet die ondernemingen te verkopen, maar wel een dochteronderneming die misschien een "ongeleid projectiel" is binnen de groep, maar in eerste instantie geen pijnpunt is, weinig liquide middelen vergt en bovendien nettorentabiliteit oplevert. Een omstandigheid die aan Belgische zijde bijkomende wrevel kan wekken, is dat men niet de onderdelen verkoopt die door de gewaagde expansiedrift van de Franse tak aangetast zijn geraakt, maar afstand doet van een historische activiteit van de groep, die zich binnen Dexia heeft ontwikkeld via de geleidelijke overname van DVV, dat voordien ondergebracht was bij Bacob en vervolgens bij Artesia.

1.3 Discipline bij de groep

Voor de organisatie van de governance binnen de groep koos Dexia tot 2008 voor een vrij comfortabele formule: tot en met februari 2007 was het de gewoonte

soient les mêmes que pour les principales filiales, et ce jusqu'en février 2007; ce n'est qu'en mars 2007 que MM. Axel Miller et Jacques Guerber ont siégé uniquement au conseil d'administration de DBB. La mainmise sur les trois principales entités opérationnelles du groupe était donc totale, puisque les organes étaient relativement imbriqués. Il s'agissait d'une décision prise début 2006, qui avait instauré la règle selon laquelle cinq dirigeants du groupe participaient à la fois au comité de direction du groupe et à ceux de ses principales entités. Cela voulait également dire que les décisions d'accroissement de taille du bilan, prises au niveau de Dexia SA, impactait l'une ou l'autre des filiales en fonction des intérêts du moment, et non en fonction de l'objectif du développement organique des filiales. Cela a notamment conduit à ce que de nombreuses sous-filiales soient créées sous l'ombrelle de DCL plutôt que directement sous Dexia SA, pourtant société holding faitière. Le groupe était donc plutôt organisé comme une juxtaposition d'entités juridiques, et non en fonction des filières directives, sans doute le prix à payer de la stratégie de croissance qui a continuellement caractérisé le groupe au cours de la période 1996-2008.

Paradoxalement, de ce point de vue, la centralisation voulue par MM. Dehaene et Mariani a conduit à une responsabilisation plus importante des organes de gestion des entités opérationnelles mais au prix d'une discipline considérablement renforcée, confinant à une sorte d'"esprit de corps". Le seul intérêt du groupe prévalait sur celui de ses entités; aucune d'entre elles n'existait en-dehors du groupe.

Cette approche se cristallise notamment à travers les conséquences concrètes suivantes:

1. *Le branding.* Quelle que soit l'image que le nom "Dexia" peut donner, celui-ci est associé au groupe et tout doit être fait pour lui restaurer sa crédibilité. Il n'est donc pas concevable que les filiales DBB, DBL ou DCL, dont le nom commence pour chacune par "Dexia", fasse sécession sur leur dénomination commerciale.

2. *Le rôle des directeurs.* Puisque les entités sont inféodées au groupe, le comité de direction de Dexia SA est réorganisé sur une base fonctionnelle (métiers et filières directives) plutôt que sur la base des entités juridiques. La verticalité de la ligne de commandement est devenue nettement plus tangible, en réponse à ce que MM. Mariani et Dehaene ont qualifié de "*balkanisation*"

dat de la plus importante ceo's van de groep die personen waren die uitvoerend bestuurder waren in de belangrijkste dochterondernemingen; pas in maart 2007 hadden de heren Axel Miller en Jacques Guerber nog uitsluitend zitting in de raad van bestuur van DBB. De greep op de drie belangrijkste operationele entiteiten van de groep was dus totaal, aangezien de bestuursorganen nogal met elkaar verweven waren. Bij een beslissing die begin 2006 werd genomen, werd namelijk de regel ingevoerd dat vijf bestuurders van de groep zitting zouden hebben in zowel het directiecomité van de groep als in de bestuursraden van de belangrijkste entiteiten van de groep. Dat betekende eveneens dat de bij Dexia NV genomen beslissingen om de balansomvang te vergroten, uitwerking zouden hebben op deze of gene dochteronderneming, naar gelang van het belang dat op een bepaald ogenblik moest worden gediend, en niet met het oog op de nagestreefde organische ontwikkeling van de dochterondernemingen. In het raam daarvan zijn onder meer talrijke kleindochterondernemingen opgericht onder de koepel van DCL in plaats van direct onder Dexia NV, dat nochtans de overkoepelende holdingvennootschap is. De structuur van de groep was dus veeleer georganiseerd volgens naast elkaar bestaande juridische entiteiten en niet volgens *support lines*; wellicht was dat het prijskaartje voor de groeistrategie waarvan de groep in de periode 1996-2008 onophoudelijk doordrongen was.

In dat opzicht heeft de door de heren Dehaene en Mariani nagestreefde centralisering paradoxaal genoeg geleid tot een grotere responsabilisering van de beheerinstanties van de operationele entiteiten, zij het in ruil voor een fors aangescherpte discipline, die een zekere "korpsgeest" tot stand moest brengen. Het belang van de groep ging altijd voor op dat van zijn entiteiten; geen enkele entiteit bestond buiten de groep.

Die benadering komt meer bepaald tot uiting in de volgende concrete situaties:

1. *Branding.* Ongeacht het beeld dat de naam "Dexia" kan oproepen, die naam is onlosmakelijk verbonden met de groep en alles moet in het werk worden gesteld om de geloofwaardigheid ervan te herstellen. Het is dus ondenkbaar dat de dochterondernemingen DBB, DBL of DCL, waarvan de benaming telkens met "Dexia" begint, afstand zouden doen van hun commerciële benaming.

2. *Rol van de directieleden.* Aangezien de entiteiten onder het gezag staan van de groep, wordt het directiecomité van Dexia NV niet volgens juridische entiteiten gereorganiseerd, maar functioneel (metiers en *support lines*). De verticaal geïntegreerde structuur van de bestuurslijn is veel tastbaarder geworden; de heren Mariani en Dehaene hebben tijdens hun hoorzittingen daarnaar

lors de leurs auditions. Cela implique, par exemple, que le CEO de DBB siège au comité de direction en tant que responsable du métier “*Retail and Commercial Banking*” (RCB) et non en tant que responsable opérationnel de la principale filiale du groupe. La conséquence, pour DBB, est que cette entité n’est plus représentée comme telle au sein des organes exécutifs du groupe. Lorsque M. Decraene, puis M. Clijsters s’exprimait au sein du comité, il devait le faire au nom de toutes les entités du groupe ayant une activité de RCB. Seule exception notable: la place spécifique octroyée à DenizBank, dont le CEO siégeait au comité de direction *ex-officio*.

3. *La communication financière. Vis-à-vis de l’extérieur, Dexia n’existe que par le groupe et non par les entités. La communication financière est donc également centralisée, et est totalement sous la coupe du comité de direction du groupe. Tout élément spécifique à l’une des filiales doit donc remonter au sommet car il influence une société cotée, qui est Dexia SA. Cela a deux effets importants. Primo, les informations financières périodiques sont organisées par métiers et donc ne permettent pas d’identifier rapidement le périmètre d’une entité opérationnelle comme DBB. La banque belge n’a donc pas d’existence spécifique vis-à-vis de l’extérieur. Secundo, aucune des entités opérationnelles ne peut s’abriter derrière son existence spécifique lorsqu’une information de portée négative est émise par rapport au groupe. Cette uniformisation de la communication induit un flou dans l’opinion par rapport à ce qui est Dexia SA et ce qui est Dexia Banque Belgique. Cette difficulté d’identification a eu, avec le relais de la presse comme on l’a vu dans la section précédente, une influence certaine et négative sur la manière dont les clients de la banque se sont comportés durant la crise souveraine.*

4. *Le transfert du portefeuille d’obligations japonaises. En décembre 2010, le Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS) est informé de l’intention de Dexia d’opérer un transfert interne d’obligations japonaises à très longue maturité (> 40 ans) de DCL vers DBB. L’opération n’aura finalement pas lieu, suite à l’opposition manifestée par le régulateur. Mais elle s’inscrivait totalement dans la logique de l’intérêt du groupe opposé, en l’occurrence, à celui de la banque: le transfert de ce portefeuille, qui appartient à la *legacy*, se justifiait pleinement au niveau de DSA mais contribuait à modifier radicalement à la hausse le profil de risque de DBB, ce à quoi le régulateur devait naturellement s’opposer. Du côté de DBB, ce transfert aurait mis la banque devant le fait accompli, et il est clair*

verwezen als “balkanisering”. Dat houdt bijvoorbeeld in dat de ceo van DBB in het directiecomité zitting heeft als hoofd van het segment *Retail and Commercial Banking* (RCB) en niet als operationeel directeur van de belangrijkste dochteronderneming van de groep. Als gevolg daarvan is DBB als entiteit niet langer als dusdanig vertegenwoordigd binnen de uitvoerende bestuursinstaties van de groep. Wanneer de heer Decraene en vervolgens de heer Clijsters in het directiecomité het woord namen, deden zij dat uit naam van alle entiteiten van de groep die RCB-activiteiten beoefenden. De enige opmerkelijke uitzondering daarop was de specifieke plaats van DenizBank, waarvan de ceo *ex officio* zitting had in het directiecomité.

3. *Financiële communicatie. Tegenover de buitenwereld bestaat Dexia alleen als groep en niet via zijn afzonderlijke entiteiten. Ook de financiële communicatie wordt dus volledig centraal beheerd en is helemaal in handen van het directiecomité van de groep. Eender welk specifiek element met betrekking tot een van de dochterondernemingen moet dan ook eerst worden voorgelegd aan de top, aangezien het een invloed heeft op Dexia NV als beursgenoteerde vennootschap. Dat heeft twee belangrijke gevolgen. Ten eerste wordt de periodieke financiële informatie verstrekt per segment, zodat de perimeter van een operationele entiteit als DBB niet meteen kan worden geïdentificeerd. Tegenover de buitenwereld bestaat de Belgische bank dan in wezen ook niet. Ten tweede kan geen enkele operationele entiteit zich op zijn specificiteit beroepen ingeval informatie met een negatieve weerklank over de groep openbaar wordt gemaakt. Als gevolg van die eenvormig gemaakte communicatie ontstaat bij de publieke opinie onduidelijkheid over wat precies Dexia NV en Dexia Bank België is. Gezien de — in de vorige afdeling aangehaalde — weerklank in de media, heeft die identificatiemoeilijkheid een onmiskenbare en negatieve invloed gehad op de manier waarop het cliënteel van de bank zich tijdens de staatsschuldcrisis heeft gedragen.*

4. *Overdracht van de portefeuille met Japanse obligaties. In december 2010 wordt het Comité voor systeemrisico’s en systeemrelevante financiële instellingen (CSRSFI) in kennis gesteld van de intentie van Dexia om Japanse obligaties met zeer lange looptijd (> 40 jaar) intern over te dragen van DCL naar DBB. Die operatie stuit op verzet van de toezichthouder en gaat uiteindelijk niet door. Bij die operatie stond het belang van de groep evenwel lijnrecht tegenover dat van DBB: de overdracht van die portefeuille — een *legacy*-portefeuille — was vanuit Dexia NV bekeken volkomen gerechtvaardigd, maar verhoogde drastisch het risicoprofiel van DBB, wat de toezichthouder uiteraard niet kon toestaan. Vanuit DBB bekeken zou die overdracht de bank voor een voldongen feit hebben geplaatst; de houding van*

que l'attitude du CREFS allait dans le sens de l'intérêt de l'ancrage belge du groupe.

Dans le contexte de l'après-crise de 2008, à l'issue de laquelle il était clairement apparu que le *business model* sur lequel le groupe s'était développé était vicié, et que notamment DBB avait subventionné grâce à sa base de dépôts des activités qui s'étaient étendues à partir du pôle français, il est évident qu'une telle discipline devait nécessairement être perçue de manière très différente d'une entité à l'autre.

Ainsi, la filiale luxembourgeoise Dexia BIL a ouvertement tenté d'obtenir la liberté de réutiliser son nom historique de Banque Internationale à Luxembourg, mais sans succès jusqu'au démantèlement.

D'après l'ensemble des témoignages recueillis de part et d'autre, le top management de DBB a joué le jeu loyalement et sans obstruction, mais le ressentiment est devenu vif lorsque les résultats en termes de gestion de la clientèle ont commencé à se dégrader, soit dès le début de l'année 2011. Comme on l'a vu avec les démissions successives, il semble que certains membres du management aient voulu marquer leur désaccord en "votant avec leurs pieds", plutôt que d'organiser une forme d'opposition plus institutionnelle.

1.4 Le projet de fusion DBB — DSA

A priori, l'idée de fusionner l'entité à licence bancaire (DBB) et la société holding (DSA) présente à la fois des avantages opérationnels et juridiques (voir par ailleurs). D'ailleurs, d'un point de vue prudentiel, le projet aurait été considéré avec une certaine bienveillance par la CBFA. Cependant, dans le contexte où les transferts intra-groupes demeuraient substantiels, voire recommençaient à augmenter, jusqu'à ce que DBB en arrive à ne plus respecter le ratio prudentiel de fonds propres (prêts non garantis à des entités du même groupe $\leq 100\%$ du Tier 1 de la banque), ce projet devenait polémique. Or, il était discuté en comité stratégique et ce n'est qu'en février 2011, devant le risque que cette décision soit perçue très négativement en Belgique, qu'il a été remis sine die.

2. Les conséquences internes de cette opposition

Il est évidemment très délicat d'effectuer une inférence qui se voudrait objective d'une telle analyse en matière de relations entre organes du groupe, étant donné qu'il s'agit avant tout de comportements entre groupes humains, observables mais non vérifiables, et de nature subjective.

het CSRSFI was kennelijk veeleer gericht op het belang van de Belgische verankering van de groep.

In de nasleep van de crisis van 2008 was duidelijk geworden dat het businessmodel waarmee de groep groot was geworden, mank liep en mede was gefinancierd door met name DBB, dat een stevige depositobasis had voor de activiteiten die vanuit de Franse pool tot ontwikkeling waren gekomen; het spreekt dan ook vanzelf dat een dergelijke discipline niet door alle entiteiten op gelijke wijze zou worden gepercipieerd.

Zo heeft de Luxemburgse dochteronderneming openlijk getracht haar historische naam *Banque Internationale à Luxembourg* opnieuw te mogen gebruiken, maar tevergeefs, tot de ontmanteling.

De diverse verzamelde getuigenissen gaan alle in dezelfde richting: het topmanagement van DBB handelde loyaal en stak geen stokken in de wielen; de zaken kwamen evenwel op scherp te staan toen in verband met het klantenbeheer de resultaten begin 2011 slechter werden. Zoals kon worden vastgesteld met de opeenvolgende ontslagen aan de top, lijkt het erop dat sommige leden van het management hun afkeuring over de gang van zaken hebben willen aangeven door op te stappen, in plaats van werk te maken van een meer institutionele vorm van oppositie.

1.4 De ontworpen fusie DBB — DSA

A priori had het plan om de entiteit met de bankvergunning (DBB) en de holding (DSA) samen te voegen, juridische én operationele voordelen (zie elders). Bovendien zou dat samenvoegingsproject uit een prudentieel oogpunt wellicht niet zijn afgewezen door de CBFA. Dat plan botste evenwel op steeds meer weerstand in een context waar binnen de groep nog steeds aanzienlijke geldtransfers bestonden of zelfs opnieuw toenamen, in die mate dat DBB niet langer kon voldoen aan de prudentiële ratio inzake eigen vermogen (ongedekte leningen aan entiteiten van dezelfde groep $\leq 100\%$ Tier 1 van de bank). Dat plan werd echter wel besproken door het strategisch comité; het werd pas in februari 2011 voor onbepaalde tijd uitgesteld, gelet op het risico dat die beslissing heel negatief zou worden gepercipieerd in België.

2. De interne gevolgen van dat verzet

Het ligt uiteraard heel moeilijk vanuit een analyse van de relaties tussen de organen van de groep over te gaan tot gevolgtrekkingen waarmee objectiviteit wordt nagestreefd. Het gaat hier immers vooral om waarneembare maar niet verifieerbare en subjectieve interacties tussen groepen mensen.

Néanmoins, les auditions et entretiens effectués dans le cadre de la commission spéciale permettent de déterminer un cadre d'analyse relativement solide qui pointe sur un certain nombre de conséquences de ces relations conflictuelles.

Du côté de l'ancrage belge historique du groupe, le paradoxe est que l'ère Mariani-Dehaene est certainement moins confortable que l'ère Miller-Richard. La filiale DBB, pourtant pilier historique du groupe et la principale raison pour laquelle Dexia a évité la débâcle en 2008, doit justifier son existence à côté de DenizBank, filiale choyée et mise au centre de la stratégie 2009-2014. Si l'on place ces deux entités par rapport à la matrice BCG®, DBB a été ravalée du rang de "Star" à celle de "Vache à lait" et menace de passer en "Dog", tandis que Deniz est passée de "Question mark" à "Star". La pilule est d'autant plus difficile à avaler que de nombreux intervenants s'interrogent quant à la solidité de la croissance de DenizBank, aussi bien au niveau interne (dépendance forte au facteur humain) qu'externe (risque politique et économique important sur le marché turc). Nonobstant le fait de savoir si le management de Dexia SA a raison de miser autant sur Deniz, le questionnement chez DBB et chez les administrateurs belges est très présent.

S'ajoute à cet inconfort sur la stratégie du groupe une véritable difficulté à supporter sans broncher les vagues successives d'attrition de déposants en 2011. À tort ou à raison, une partie importante de ces retraits est attribuée à la dégradation de l'image de Dexia SA et la banque doit assister avec une relative impuissance à ce phénomène. Les *roadshows* du top management pour expliquer à la clientèle belge que le groupe, ce n'est pas la banque, ne parviennent pas à endiguer la lame de fond que constitue l'installation d'une méfiance de la population par rapport aux véritables visées du top management et le danger que la structure unitaire fait courir à la franchise bancaire. Encore une fois, il n'est pas ici question de porter un jugement sur la matérialité de ces suspicions, mais bien sur leur perception. La discipline de groupe ne permet pas au management de la banque de corriger efficacement cette perception.

Il faut aussi souligner que l'incompréhension et la relative irritation du management de DBB à l'égard de DSA est certainement dans une certaine mesure réciproque. La difficulté qu'a le management du groupe à faire appliquer le plan de transformation chez DBB, de même que le caractère revendicatif et — d'après ce qui

De hoorzittingen en gesprekken in het kader van de bijzondere commissie maken het niettemin mogelijk een relatief solide analytisch kader vast te stellen, waarbij wordt ingegaan op een aantal gevolgen van die conflictuele relaties.

Gelet op de historisch gegroeide Belgische verankering van de groep is het paradoxaal dat het tijdperk Dehaene-Mariani zeker minder "confortabel" was dan het tijdperk Miller-Richard. De dochteronderneming DBB, nochtans de historische pijler van de groep en bij uitstek het onderdeel dat het Dexia in 2008 mogelijk heeft gemaakt het debacle te voorkomen, moest zichzelf rechtvaardigen naast DenizBank, de "verwende" dochteronderneming, die de spil vormde van de strategie 2009-2014. Als beide entiteiten met de BCG-Matrix worden gelezen, was DBB van de rang "Star" afgezakt naar "Milk Cow", met zelfs de dreiging af te dalen tot "Dog", terwijl DenizBank van "Question Mark" naar "Star" was opgeklommen. Een en ander komt des te harder aan omdat veel betrokkenen zich afvragen of de groei van DenizBank wel duurzaam is, zowel intern (sterke afhankelijkheid van de menselijke factor) als extern (aanzienlijk politiek en economisch risico van de Turkse markt). Los van de wetenschap of het management van Dexia NV er al dan niet goed aan doet zo sterk op Deniz in te zetten, blijven DBB en de Belgische bestuurders met veel vragen zitten.

Bovenop dat onbehagen over de strategie van de groep komt nog een echt probleem om de opeenvolgende golven van geldopnames door de depositogevers in 2011 zonder meer te doorstaan. Terecht — of ten onrechte — wordt een aanzienlijk deel van die geldopnames toegeschreven aan de afbrokkeling van het imago van Dexia NV, en de bank kan niet anders dan daar vrij onmachtig op toekijken. Het topmanagement organiseert *roadshows* om het Belgische cliënteel diets te maken dat Dexia groep niet mag worden vereenzelvigd met Dexia Bank, maar toch kan de grondstroom niet meer worden tegengehouden: de bevolking vermoedt dat het topmanagement andere bedoelingen heeft en de eenheidsstructuur bedreigt het klantenbestand van de bank. Nogmaals moet in dit verband worden gesteld dat het niet in de bedoeling ligt te oordelen over de waarachtigheid van die achterdocht, maar wel over de perceptie ervan. Door het optreden van de groep als één geheel kan het management van de bank die perceptie niet efficiënt bijsturen.

Tevens moet worden beklemtoond dat het onbegrip en de relatieve wrevel van het management van DBB ten opzichte van DSA tot op zekere hoogte echt wederzijds zijn. De problemen die het management van de groep ondervindt om het transformatieplan bij DBB door te drukken, alsook het feit dat het management van de

ressort des discussions du conseil d'administration — parfois plaintif de la part du management de la banque, sont vraisemblablement difficilement acceptables par MM. Pierre Mariani et Jean-Luc Dehaene qui attendent une discipline sans faille derrière un seul objectif et un alignement à la stratégie, décidée une fois pour toute, dans un contexte qui demeure celui d'une gestion de crise, donc relativement coercitive.

Cette opposition plus ou moins larvée se cristallisera dans deux événements survenus durant la crise.

2.1 Les démissions

D'abord, il y eut les démissions. Sans rentrer dans les détails, les départs de MM. De Walque (mai 2011) et Decraene (septembre 2011) peuvent être considérés comme des manifestations de l'opposition et de l'impuissance de ces deux managers exécutifs, tous deux historiquement liés à DBB, face à la stratégie adoptée vis-à-vis du pôle belge du groupe. Comme tous deux estimaient que le mode de fonctionnement de l'équipe Mariani-Dehaene, en "cabinet" dont ils se sentaient exclus, ils ont jeté l'éponge plutôt que d'essayer de maintenir un contrepoids. Quelque légitimes qu'aient été leurs raisons, leur départ aura contribué à décapiter la franchise belge puisqu'ils constituaient, outre leur position de n° 1 et 2 de DBB au moment de leur démission, les principaux relais de la banque au niveau du groupe.

Quelles sont les conséquences de ces départs? Au niveau direct du groupe, vraisemblablement aucune. Par contre, il y a eu deux types de dommages collatéraux importants: (1) le renforcement de la méfiance des "stakeholders" de DBB par rapport au groupe. Au niveau du personnel, il est frappant de constater l'alignement des intérêts et opinions des syndicats avec ceux défendus par les patrons démissionnaires. Leur départ constitue une rupture, renforçant la distance entre la base de la banque et le sommet du groupe. Ensuite, il y a évidemment les clients, qui voient dans le départ de deux top managers belges associés au pôle bancaire le signe que quelque chose ne tourne vraiment pas rond chez Dexia SA, avec pour conséquence qu'ils pénalisent, paradoxalement, la banque par leur départ.

2.2 Les transferts

Ensuite, il y a la situation qui est née au cours du mois de mai 2011, suite à la publication du *credit watch* de S&P et l'assèchement du marché monétaire américain qui a suivi. De manière mécanique, et sans qu'il y ait

bank zich veeleisend en soms zeurderig opstelt — zoals blijkt uit de besprekingen van de raad van bestuur —, vallen naar alle waarschijnlijkheid niet in goede aarde bij de heren Mariani en Dehaene; zij verwachten dat alle geledingen samenwerken om één doel na te streven en dat de voor eens en altijd uitgestippelde strategie wordt gevolgd, in een context die nog steeds crisisbeheer vereist en dus vrij dwingend was.

Dit min of meer verholen verzet zal tot uiting komen in twee gebeurtenissen die zich tijdens de crisis hebben voorgedaan.

2.1 De ontslagen

Eerst en vooral stapten mensen op. Zonder in details te treden, mag het vertrek van de heer De Walque (in mei 2011) en van de heer Decraene (in september 2011) worden beschouwd als een uiting van verzet en onmacht van die twee al lang aan DBB verbonden executive managers, een reactie op het beleid jegens de Belgische poot van de groep. Aangezien ze zich door de werkwijze "in kabinetsvorm" van de tandem Mariani-Dehaene buitenstaanders voelden, wierpen ze de handdoek in de ring, veeleer dan te pogen weerwerk te bieden. Hoe rechtmatig hun redenen van vertrek ook mogen zijn, men kan er niet omheen dat hun vertrek heeft bijgedragen tot de onthoofding van de Belgische tak; op het ogenblik van hun ontslag waren ze immers niet alleen de nummers één en twee van DBB, maar ook de belangrijkste contactpersonen van de bank met de groep.

De vraag rijst welke gevolgen hun vertrek heeft gehad. Voor de groep waren er kennelijk geen directe gevolgen. Er kan echter gewag worden gemaakt van aanzienlijke *collateral damage* op twee fronten. Eerst en vooral nam het wantrouwen van de *stakeholders* van DBB ten aanzien van de groep toe. Met betrekking tot het personeel is opvallend hoe sterk de belangen en de opvattingen van de vakbonden overeenstemden met die van de ontslagnemende managers. Hun vertrek vormde een breuklijn die de kloof tussen de werknemers van de bank en de top van de groep verder uitdiepte. Vervolgens was er uiteraard het cliënteel, dat het vertrek van twee Belgische topmanagers van de bankpoot ziet als een signaal dat er kennelijk iets fout liep bij Dexia NV. Het gevolg was, paradoxaal genoeg, dat de klanten de bank afstraffen door die instelling de rug toe te keren.

2.2 De overdrachten

Vervolgens moet worden gewezen op de toestand die in mei 2011 is ontstaan na de bekendmaking van de kredietbeoordeling door S&P en de daaropvolgende drooglegging van de Amerikaanse liquiditeitsmarkt.

d'alternative au niveau du groupe, le rôle de pourvoyeur de liquidités libellées en USD dévolu à DCL (à travers sa filiale de New York) a disparu, et a dû être compensé par le relais du centre de trésorerie du groupe, à savoir DBB. Ce transfert a induit une rupture du ratio prudentiel de financement intra-groupe (voir par ailleurs), et a induit un questionnement fondamental au niveau du conseil d'administration de DBB: peut-on couper le robinet du financement pour tenter de sauver la banque plutôt que d'entraîner DBB dans la chute possible du groupe?

La réponse à cette question, au niveau du groupe, est immédiate: elle est négative. Pour les administrateurs de la banque, et singulièrement les administrateurs indépendants, la problématique est plus délicate, car le seul intérêt qu'ils doivent préserver par-dessus tout est celui de DBB, indépendamment du fait que la banque est détenue à 100 % par le groupe. Finalement, la conviction selon laquelle le sort de la banque est indissociablement lié à celui du groupe l'emportera à ce moment.

Les dommages collatéraux de cette crise sont vraisemblablement élevés au niveau de la confiance. L'alignement total des raisonnements de MM. Mariani et Dehaene induisent un effritement de la confiance des gestionnaires et administrateurs de DBB dans la capacité ou même la volonté de ce dernier à défendre les intérêts de la franchise belge. Les signaux d'alarme se multiplient aussi vers l'extérieur: non seulement la situation se dégrade-t-elle en mai au point que la BNB, qui est alors devenue le contrôleur prudentiel leader du groupe, se doit d'échafauder un scénario de crise en considérant prioritairement l'aspect systémique de la banque (voir ci-dessous). Sous pression de l'opinion publique, les pouvoirs publics, doivent également préparer proactivement un scénario dans lequel la banque doit "être mise à l'abri" avant qu'il ne soit trop tard. En appuyant trop fortement, envers et contre tout, sur la discipline du groupe et l'indissociabilité du destin des principales entités, les organes du groupe ont contribué malgré eux à ce que se développe par réaction une contre-culture de sauvetage de DBB. Lors du mois de septembre, les relations se tendent d'ailleurs au sein du conseil d'administration de DSA, avec comme point d'orgue, juste avant le démantèlement, une crispation de M. Jean-Luc Dehaene à propos des épanchements à son propos lus dans la presse ("*Jean-Luc Dehaene, l'homme de la situation?*", LLB 22/9/2011).

Op mechanische wijze, en zonder dat binnen de groep een alternatief voorhanden was, speelde DCL (via zijn dochteronderneming in New York) aldus zijn taak van liquiditeitenverschaffer in USD kwijt en moest die taak worden overgenomen door het thesauriecentrum van de groep, met name DBB. Die overdracht heeft geleid tot een verschuiving van de prudentiële financieringsratio binnen de groep (zie elders in dit rapport), wat de raad van bestuur van DBB ertoe heeft gebracht zich fundamenteel af te vragen of de financieringskraan kon worden toegedraaid in een poging om de bank te redden, veeleer dan DBB mee te sleuren in de mogelijke ondergang van de groep.

De groep beantwoordt die vraag onmiddellijk met een klaar en duidelijk "neen". Voor de bestuurders van de bank, en in het bijzonder de onafhankelijke bestuurders, ligt de zaak kieser; het enige belang dat ze bovenal voor ogen moeten houden, is immers dat van DBB, los van het feit of de bank voor 100 % in handen is van de groep. Uiteindelijk zal op dat moment de overtuiging het halen dat het lot van de bank onverbreekelijk verbonden is met dat van de groep.

Het is duidelijk dat deze crisis als neveneffect aanzienlijke vertrouwensschade heeft toegebracht. Dat de heren Mariani en Dehaene volkomen op dezelfde golflengte zaten, heeft tot gevolg gehad dat de beheerders en de bestuurders van DBB niet langer vertrouwen hadden in het vermogen, en zelfs in de wil van de laatstgenoemden om de belangen van het Belgische klantenbestand te verdedigen. Ook voor de buitenwereld komen er steeds meer alarmsignalen: de toestand verslecht in mei 2011 in die mate dat de NBB, die op dat moment de belangrijkste prudentieel toezichthouder van de groep is geworden, een crisisscenario moet uitwerken waarbij voorrang wordt gegeven aan het systemische aspect van de bank (zie hierna). Bovendien moet de overheid, onder druk van de publieke opinie, tevens proactief een scenario uitwerken om de bank uit de wind te zetten vooraleer het te laat is. Door tegen elke prijs al te sterk de nadruk te leggen op de discipline binnen de groep en de onverbreekbaarheid van het lot van de belangrijkste onderdelen, hebben de organen van de groep er ongewild toe bijgedragen dat in reactie een tendens ontstond om de redding van DBB te beletten. In september 2011 is de spanning in de raad van bestuur van DSA trouwens te snijden; het hoogtepunt komt net vóór de ontmanteling, wanneer de heer Jean-Luc Dehaene zich geïrriteerd uitlaat over de ontboezemingen aangaande zijn persoon in de pers ("*Jean-Luc Dehaene, l'homme de la situation?*", *La Libre Belgique*, 22 september 211).

3. Les conséquences externes de cette opposition

En remarque liminaire, il faut se rappeler la position du gouvernement belge que M. Didier Reynders, ministre des Finances à l'époque, a rappelée lors de son audition: depuis 2008, l'État belge a toujours eu une préférence pour une sortie de l'entité DBB du périmètre du groupe. Par contraste, la position du gouvernement français lors de la crise de 2008 a été rappelée lors de la même audition: il a opposé son veto clair à toute initiative visant à constituer une "bad bank" qui aurait amené à séparer les destins de DCL — qui aurait vraisemblablement intégré la structure de défaisance — et de DBB. Cette position ne pouvait, à l'époque, être combattue par l'État belge qui venait de consentir un effort important quelques jours auparavant pour sauver Fortis. La divergence d'intérêts était manifeste, et elle ne s'est jamais aplanie. À plusieurs reprises, lors de réunions du conseil d'administration de Dexia SA en 2010 et 2011, la piste d'une "bad bank" a été soulevée mais aussitôt refermée par M. Mariani et/ou M. Dehaene, étant donné l'impossibilité de préparer le terrain politique et économique — vu le coût qu'aurait induit un tel scénario — lié à cette option. L'idée initiale du gouvernement belge était autre: elle consistait à constituer une "good bank", en extrayant DBB — et éventuellement d'autres entités opérationnelles — du giron de Dexia SA.

Jusqu'en mai 2011, il n'y avait pas d'urgence perçue à préparer ce plan. Néanmoins, les outils permettant cette sortie à travers une nationalisation forcée ont été mis en place à travers la loi d'expropriation des établissements financiers mettant en danger la stabilité financière du pays du 2 juin 2010 (loi visant à compléter les mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier), en espérant vraisemblablement ne jamais avoir à l'appliquer. La dégradation des relations entre DBB et DSA, avec comme point d'orgue l'identification d'un danger clair et immédiat lors de l'accroissement brutal des transferts intra-groupes de mai 2011, puis les velléités — relativement obscures pour des acteurs extérieurs — de remplacement de la vente de Crediop et Sabadell par celle de DIB, tout cela a induit à ce que les pouvoirs publics prennent un maximum de précautions. Dès le mois d'avril, la SFPI s'est donc activement préparée à une analyse de scénarios dans laquelle on retrouvait l'hypothèse d'une "good bank", d'une "bad bank" et d'une nationalisation pure et simple (voir par ailleurs).

3. De externe gevolgen van dat verzet

Vooraf moet worden herinnerd aan het standpunt van de Belgische regering, waarop de heer Didier Reynders, toenmalig minister van Financiën, tijdens de hoorzitting heeft gewezen: sinds 2008 heeft de Belgische Staat er steeds de voorkeur aan gegeven het onderdeel DBB uit de groep te halen. Tijdens dezelfde hoorzitting werd aangegeven dat de Franse regering er tijdens de crisis van 2008 volkomen anders over dacht: de Franse regering stelde duidelijk haar veto tegen elk initiatief om een *bad bank* op te richten; daardoor had DCL — dat naar alle waarschijnlijkheid tot de *bad bank* zou behoren — een andere bestemming gekregen dan DBB. De Belgische Staat kon indertijd niet tegen dat standpunt ingaan, omdat ze pas enkele dagen voordien een zwaar engagement was aangegaan om Fortis te redden. Er was overduidelijk sprake van uiteenlopende belangen, en die zijn overigens altijd blijven bestaan. Meermaals werd op de vergaderingen van de raad van bestuur van Dexia NV in 2010 en 2011 het idee van de oprichting van een *bad bank* naar voren geschoven, dat echter snel weer werd verworpen door de heer Mariani en/of door de heer Dehaene; politiek en economisch waren de geesten immers nog niet klaar voor het kostenplaatje dat met een dergelijk scenario gepaard ging. Aanvankelijk speelde de Belgische regering met een ander idee, met name de oprichting van een *good bank*, waarbij DBB — eventueel samen met andere operationele onderdelen — uit Dexia NV zou worden gehaald.

Tot in mei 2011 zag het ernaar uit dat het niet nodig was vaart te zetten achter de voorbereiding van dit plan. Desondanks werd voorzien in de instrumenten om die opsplitsing te bewerkstelligen, via een gedwongen nationalisering. Daarbij werd gebruik gemaakt van de wet van 2 juni 2010 tot uitbreiding van de herstelmaatregelen voor de ondernemingen uit de bank- en financiële sector, op grond waarvan kan worden overgegaan tot de onteigening van financiële instellingen die de financiële stabiliteit van het land in gevaar brengen — kennelijk in de hoop die wet nooit te moeten toepassen. De verslechtering van de betrekkingen tussen DBB en DNV, met als hoogtepunt de identificatie van een duidelijk en onmiddellijk gevaar op het ogenblik van de abrupte toename van de overdrachten binnen de groep in mei 2011, en vervolgens de aarzelende houding — vrij onduidelijk voor externe actoren — om de verkoop van Crediop en Sabadell te vervangen door die van DIB, hebben ertoe geleid dat de overheid maximaal haar voorzorgen is gaan nemen. Vanaf april heeft de FPIM zich dus actief voorbereid op een analyse van scenario's waarin de hypothesen van een "good bank", een "bad bank" en een regelrechte nationalisatie terug te vinden waren (zie elders).

Deux éléments ont vraisemblablement joué un rôle important dans ce scénario. D'abord, l'incident du conseil d'administration de DBB, qui s'est vu contraint et forcé de privilégier la sauvegarde du groupe au détriment de l'intérêt direct de la banque, a certainement contribué à consommer le divorce entre le secteur public belge — il ne faut pas négliger les relais politiques de certains administrateurs indépendants de DBB — et le groupe, de plus en plus perçu comme un instrument dont les intérêts objectifs étaient guidés par la branche française. Lors du conseil d'administration de Dexia SA de juin 2011, les membres du conseil se disent d'ailleurs conscients de la situation dans laquelle se trouvent leurs homologues de DBB, mais insistent sur le fait que l'intérêt propre de DBB et l'intérêt que peut avoir la banque à soutenir l'ensemble du groupe n'est "pas nécessairement contradictoire".

Ensuite, l'impression désastreuse donnée par Dexia au *case team* de la Commission européenne durant l'été 2011, où le management — dûment mandaté par le conseil d'administration — a défendu sans ciller le remplacement des cessions de Crediop et Sabadell, pourtant planifiées de longue date, par celle de DIB qui n'arrangeait a priori rien au problème de fond du groupe, a sans doute scellé la décision finale du gouvernement belge: on était au bord du gouffre, Dexia ne se préparait absolument pas à séparer la partie saine du reste et préférerait parier sur la survie à tout prix.

Un élément précis indique le changement d'attitude du gouvernement vis-à-vis du groupe, et marque le tournant décisif dans la relation: la décision d'imposer à Dexia une pénalité pour l'abandon anticipé des garanties de l'État belge sur le portefeuille des FP garantis cédé de manière accélérée en mai-juin 2011. Il s'agissait techniquement d'une compensation pour le fait que Dexia SA avait refusé, lors de la constitution de ces garanties, d'y associer une clause de résiliation anticipée, qui aurait coûté quelques points de base à Dexia. Étant donné que Dexia demandait finalement cette résiliation, il était légitime de lui en faire payer le prix. Cependant, vu les difficultés que connaissait le groupe à l'époque, le gouvernement aurait très bien pu s'abstenir de réclamer de telles compensations, relativement symboliques pour les deux parties. Il n'en a rien été: en exigeant ce dédommagement, l'État belge indiquait non seulement à Dexia, mais également à l'État français son changement de positionnement et rentrait davantage dans une épreuve de force en vue d'un scénario de démantèlement éventuel.

Twee elementen hebben in dit scenario waarschijnlijk een belangrijke rol gespeeld. Eerst heeft het incident op de raad van bestuur van DBB, die zich genoopt en gedwongen zag om de vrijwaring van de groep ten koste van het directe belang van de bank te bevoordelen, er zeker toe bijgedragen dat het echt tot een breuk kwam tussen de Belgische overheidssector — men mag de politieke connecties van bepaalde onafhankelijke bestuurders bij DBB niet over het hoofd zien — en de groep, die in toenemende mate werd gezien als een instrument waarvan de objectieve belangen werden geleid door de Franse tak. Op de raad van bestuur van Dexia NV in juni 2011 verklaren de leden zich immers bewust te zijn van de situatie waarin hun tegenhangers van DBB zich bevinden, maar beklemtonen zij dat het eigenbelang van DBB en het belang van de bank om de hele groep te steunen, "niet noodzakelijkerwijs tegenstrijdig" zijn.

Vervolgens is er de rampzalige indruk die Dexia in de zomer van 2011 heeft gegeven aan het *case team* van de Europese Commissie, waar het management — behoorlijk gemachtigd door de raad van bestuur — zonder verpinken heeft verdedigd dat in de plaats van de nochtans sinds lang geplande verkoop van Crediop en Sabadell, DIB zou worden verkocht, wat a priori niets veranderde aan het fundamentele probleem van de groep; dat heeft waarschijnlijk de eindbeslissing van de Belgische regering bezegeld: men stond aan de rand van de afgrond, Dexia bereidde er zich absoluut niet op voor het gezonde deel van de rest te scheiden en gaf er de voorkeur aan te verwedden op overleving tot elke prijs.

Eén precies element geeft aan waar de Belgische regering haar houding ten opzichte van de groep verandert, en vormt het keerpunt in de relatie: de beslissing om Dexia een boete op te leggen voor het vervroegd laten schieten van de Belgische staatsgaranties op de portefeuille van de in mei-juni 2011 versneld verkochte gegarandeerde FP's. Technisch gezien ging het om een vergoeding voor het feit dat Dexia NV ten tijde van de opbouw van die garanties had geweigerd er een clause van vervroegde opzegging aan te verbinden, wat Dexia enkele basispunten zou hebben gekost. Aangezien Dexia uiteindelijk om die opzegging vroeg, was het legitiem ze ervoor te laten betalen. Gelet op de moeilijkheden waarmee de groep toen te maken kreeg, had de overheid makkelijk kunnen afzien van de eis tot dergelijke vergoedingen, die voor beide partijen vrij symbolisch waren. Zo is het echter helemaal niet verlopen: door die schadeloosstelling te eisen gaf de Belgische staat niet alleen aan Dexia maar ook aan de Franse Staat aan dat zij van standpunt veranderde, en stevende zo meer af op een krachtmeting met het vooruitzicht op een eventueel ontmantelingsscenario.

À cela s'ajoute l'analyse du régulateur principal de Dexia (banque et groupe), à savoir la BNB. Dotée à la fois de la capacité de régulateur macro et micro-prudentiel, elle était particulièrement bien placée pour constater que la crise souveraine s'approfondissait dès le mois d'août, que par ailleurs le gap de liquidité de Dexia SA se creusait avec des échéances très difficiles à respecter pour le mois d'octobre, et que la désaffection des clients de Dexia Banque Belgique s'aggravait de semaine en semaine. La demande de la BNB pour que Dexia accélère drastiquement son programme de revente d'entités opérationnelles, à la fin du mois d'août, ne pouvait pas dissimuler une inquiétude encore plus immédiate de la part du comité de direction de la banque: il était évident que la probabilité d'un accident majeur en septembre, au plus tard début octobre, était devenue très élevée. Le régulateur ne pouvait pas ne pas prévoir un scénario de démantèlement dès le mois d'août 2011 (voir par ailleurs). D'ailleurs, l'analyse prévisionnelle de la capacité de financement des entités du groupe effectuée au début du mois de septembre montrait que celle de DBB demeurait supérieure ou égale à 20 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année (28 milliards d'euros à la fin de l'année) tandis que le fossé de liquidité à combler chez DCL passait de 20 milliards d'euros à la fin septembre à plus de 30 milliards d'euros fin décembre.

On peut concevoir la situation du mois de septembre de la manière suivante: alors que le management de Dexia tentait d'élaguer le groupe en se délestant progressivement de ses entités les moins vitales, l'ensemble des acteurs belges — principalement DBB, le régulateur, et les représentants des pouvoirs publics — sentaient que l'issue serait nettement plus brutale et que ce scénario avait peu de chances d'aboutir. La conséquence directe de la très forte opposition entre les objectifs de DSA et ceux de DBB devaient être, pour ces *stakeholders* qui ne croyaient guère plus à la survie du groupe en l'état, de mettre l'entité opérationnelle belge à l'abri.

Même si une telle hypothèse ne peut plus être vérifiée *a posteriori*, on peut raisonnablement conjecturer que si les intérêts de DBB et de DSA avaient été alignés davantage, c'est-à-dire dans la mesure où la place particulière de la banque avait été reconnue avec plus de vigueur par le conseil d'administration et le comité de direction du groupe — par exemple en laissant plus d'espace au top management de la banque, en lui laissant développer une identité plus forte, et en évitant certaines vexations — la volonté de démantèlement de l'ensemble des décideurs belges aurait été moins forte. Par extension, la confiance de la clientèle aurait pu être érodée dans une mesure nettement moindre, et l'isolement de DBB par une cession contrainte et forcée n'aurait peut-être pas été la solution finalement

Daar komt nog de analyse bij van de belangrijkste regulator van Dexia (bank en groep), namelijk de NBB. Met de hoedanigheid van tegelijk macro- en microprudentieel regulator was de NBB bijzonder goed geplaatst om vast te stellen dat de staatsschuldencrisis vanaf augustus verergerde, dat voorts de liquiditeits-gap van Dexia NV toenam door erg moeilijk te halen vervaltermijnen in oktober en dat week na week cliënten van Dexia Bank België afhaakten. De vraag van de NBB eind augustus dat Dexia haar programma inzake de verkoop van operationele entiteiten drastisch zou versnellen, kon een prangender zorg bij het directiecomité van de Bank niet verhullen: het was duidelijk dat de kans op een zwaar ongeluk in september, uiterlijk begin oktober, bijzonder groot was geworden. De regulator kon al in augustus 2011 niet naast een ontmantelingsscenario kijken (zie elders). Uit de previsionele raming begin september van de financieringscapaciteit van de entiteiten van de groep bleek trouwens dat die van DBB tot het einde van het jaar groter of gelijk bleef aan 20 miljard euro (28 miljard euro op het einde van het jaar), terwijl de te vullen liquiditeitsput bij DCL van 20 miljard euro eind september tot meer dan 30 miljard euro eind december zou stijgen.

Men kan de toestand van de maand september als volgt schetsen: terwijl het Dexiamanagement de groep probeerde kleiner te maken door zich stapsgewijs van haar minst vitale entiteiten te ontdoen, voelden alle Belgische actoren — vooral DBB, de regulator en de vertegenwoordigers van de overheid — aan dat de uitkomst veel abrupter zou zijn en dat dit scenario weinig kans op slagen had. Het directe gevolg van het heel scherpe contrast tussen de doelstellingen van DNV en DBB kon voor de *stakeholders* die nauwelijks nog in het voortbestaan van de groep als zodanig geloofden, niet anders zijn dan de Belgische operationele entiteit in veiligheid te brengen.

Zelfs al is het niet mogelijk een dergelijke hypothese *a posteriori* te verifiëren, toch kan men redelijkerwijze vermoeden dat mochten de belangen van DBB en DNV meer op elkaar zijn afgestemd, dat wil zeggen in de mate dat de bijzondere plaats van de bank krachtiger door de raad van bestuur en het directiecomité van de groep zou zijn erkend — bijvoorbeeld door het topmanagement van de bank meer ruimte te laten, door het een sterkere identiteit te laten ontwikkelen en door bepaalde ergernissen te voorkomen —, bij de Belgische beslissers de wil om alles te ontmantelen minder sterk zou zijn geweest. Bij uitbreiding zou het vertrouwen van de klant duidelijk minder zijn afgenomen en zou de isolering van DBB door een genoopte en gedwongen overdracht misschien niet de uiteindelijk gekozen oplossing zijn geweest. Uiteraard

retenue. Bien entendu, il ne peut s'agir d'une certitude, mais nous pouvons tout de même affirmer que les relations conflictuelles entre la banque et le groupe ont fortement pesé sur les objectifs et positions tenues par le gouvernement, la Banque nationale de Belgique et les responsables opérationnels au moment où Moody's a publié son communiqué et où le démantèlement est survenu dans l'urgence.

CHAPITRE 7

Les facteurs d'atténuation potentiels

Après avoir dressé l'inventaire des éléments qui ont eu une influence négative sur l'évolution du groupe Dexia SA durant la crise souveraine, il importe d'identifier les facteurs qui ont contribué à mitiger les effets de la crise. Étant donné que le démantèlement a eu lieu et qu'il a dû être décidé dans l'urgence, il est évident que quelque chose ne s'est pas déroulé comme prévu. Cette section a donc pour objet de décrire les mécanismes d'atténuation des effets de la crise, et de déterminer pourquoi ces mécanismes n'ont pas été suffisants.

Quatre facteurs d'atténuation peuvent être mis en évidence: les mécanismes de gestion du risque, les autorités de supervision, les actionnaires de référence, et le soutien des États.

1. Les mécanismes de gestion du risque

Le premier mécanisme d'amortissement de la crise souveraine pour Dexia est nécessairement interne. Le *risk management* est censé fournir les outils nécessaires pour permettre au groupe d'anticiper la dégradation de la situation. Il n'entre pas dans le cadre de cette section de décrire les mécanismes de *risk management*, mais plutôt de voir dans quelle mesure ils ont pu contribuer — ou non — à atténuer les effets de la crise sur Dexia.

1.1 L'organisation de l'asset et du risk management en fonction de la crise

Il faut tout d'abord mentionner que l'interdiction du trading propriétaire a réduit le profil de risque du groupe. De plus, la centralisation de l'activité de *deleveraging* chez Dexia Ireland, avec un système de délégation des décisions de vente très précis et documenté afin de fournir une certaine autonomie de décision aux entités opérationnelles chargées de le vendre du portefeuille,

gaat het niet om een zekerheid, maar men kan toch stellen dat de conflicterende relaties tussen de bank en de groep zwaar hebben gewogen op de doelstellingen en de standpunten van de overheid, de Nationale Bank van België en de operationele verantwoordelijken op het ogenblik dat Moody's zijn communiqué heeft uitgebracht en de ontmanteling zich inderhaast heeft voltrokken.

HOOFDSTUK 7

De mogelijke verzachtende factoren

Na de inventarisatie van de elementen die een negatieve invloed op de evolutie van de groep Dexia NV tijdens de staatsschuldencrisis hebben gehad, is het belangrijk de factoren te bepalen die ertoe hebben bijgedragen de gevolgen van de crisis te verzachten. Aangezien de ontmanteling heeft plaatsgehad en er inderhaast moest worden beslist, ligt het voor de hand dat iets niet is verlopen zoals voorzien. Dit deel is dan ook bedoeld om de mechanismen te beschrijven die de gevolgen van de crisis hebben verzacht, en om te bepalen waarom die mechanismen niet toereikend zijn geweest.

Vier verzachtende factoren zijn aanwijsbaar: de mechanismen inzake risicobeheer, de toezichhouders, de referentieaandeelhouders en de staatssteun.

1. De mechanismen inzake risicobeheer

Het eerste mechanisme voor Dexia om de schok van de staatsschuldencrisis op te vangen is noodzakelijkerwijze intern. Het risicomanagement wordt geacht de nodige instrumenten te leveren om de groep in staat te stellen op de verslechterende omstandigheden te anticiperen. Het valt buiten het bestek van dit deel om de mechanismen te beschrijven waarover het risicomanagement beschikt, maar niet om te bekijken in welke mate die mechanismen er — al dan niet — hebben kunnen toe bijdragen de gevolgen van de crisis op Dexia te verzachten.

1.1 De organisatie van het vermogens- en het risicobeheer in het licht van de crisis

In eerste instantie moet worden vermeld dat het verbod op proprietary trading het risicoprofiel van de groep heeft verminderd. Daarnaast kon de groep dankzij de centralisatie van de *deleveraging*-activiteit bij Dexia Ireland (via een uitermate nauwkeurige en gedocumenteerde regeling om de beslissing inzake wederverkoop te delegeren en zo een zekere mate van autonomie te

a permis au groupe de maximiser son efficacité dans le processus de revente d'effets et de demeurer proche du marché, réduisant ainsi les risques d'arbitrage important des positions.

Les principales décisions stratégiques en matière de gestion des risques ayant contribué à anticiper l'impact de la crise sur la liquidité du groupe sont les suivantes:

1. révision des modèles de gestion du risque de liquidité avec identification du *market risk* et du *funding risk*, faisant l'objet de systèmes distincts. L'ensemble des calculs de risque sont centralisés dans l'*Asset Liability Management* (ALM) (novembre 2009);

2. mise en place de nouveaux systèmes de limites pour les risques de contrepartie et de concentration (février 2010);

3. nouveau système de gouvernance du *risk management*, en conformité avec l'appétit pour le risque du groupe, et revue des limites de risques (juin 2010);

4. adoption d'une politique de stress tests basée sur une combinaison de "*sensitivity stress tests*" (sensibilité des niveaux de risque ou facteurs de risques aux changements dans les *risk drivers*) et "*scenario based stress tests*" (évaluation de l'impact de scénarii plausibles sur les principales variables financières), y compris les "*reverse stress tests*" et le développement d'un modèle macro-économique pour définir le programme annuel de *stress testing* (janvier 2011) — voir ci-dessous;

5. Nouveau système de délégation à DCL et DBB des limites en termes de pertes acceptables sur le *deleveraging* sur les entités locales (juillet 2011).

Ces décisions sont prises par le *Risk Policy Committee* (RPC), qui se réunit trimestriellement. Les dernières modifications constatées de limites en matière de *deleveraging* souverain sont reprises à la réunion de janvier. L'organisation du *risk management* s'est fortement renforcée durant la période 2009-2011, mais on peut constater que le risque souverain en tant que tel n'a pas fait l'objet d'une modification substantielle dans la politique de gestion des risques après le 24 janvier.

Il subsiste, malgré ces réformes, un point noir important dans la gestion des risques de Dexia: le *risk management* chez DCL. D'après les conclusions du "*Core Supervisory College*" du 7 juillet 2011, la direc-

verlenen aan de voor de verkoop van de portefeuille verantwoordelijke operationele entiteiten) zijn efficiëntie bij de doorverkoop van effecten maximaliseren en op de markt kort op de bal blijven spelen, waardoor de zware arbitrage risico's minder op de posities gingen wegen.

De belangrijkste strategische beslissingen inzake risicobeheer die ertoe hebben bijgedragen dat werd geanticipeerd op de weerslag van de liquiditeitscrisis die de groep zou treffen, zijn:

1. de bijsturing van de modellen die ertoe strekken het liquiditeitsrisico te beheren, met een inschatting van het *market risk* en van het *funding risk*, waarvoor onderscheiden systemen gelden. Alle risicoberekeningen worden gecentraliseerd in het *Asset Liability Management* (ALM) (november 2009);

2. de instelling van nieuwe systemen om het tegenpartij- en het concentratierisico te beperken (februari 2010);

3. een nieuw systeem voor *risk management governance*, in overeenstemming met de risicobereidheid van de groep, alsmede een herziening van de risicobegrenzings (juni 2010);

4. de goedkeuring van een stresstestbeleid op grond van een combinatie van *sensitivity stress tests* (gevoeligheid van de risiconiveaus of risicofactoren voor veranderingen in de *risk drivers*) en scenario based stress tests (evaluatie van de weerslag van aannemelijke scenario's op de belangrijkste financiële variabelen), met inbegrip van de *reverse stress tests* en de ontwikkeling van een macro-economisch model om het stress testing-jaarprogramma (januari 2011) te bepalen – cf. infra;

5. een nieuw systeem voor het delegeren aan DCL en DBB van de limieten, wat de aanvaardbare verliezen aangaat op de *deleveraging* met betrekking tot de lokale entiteiten (juli 2011).

Die beslissingen worden genomen door het *Risk Policy Committee* (RPC), dat ieder kwartaal bijeenkomt. De jongste geconstateerde wijzigingen van limieten inzake soevereine *deleveraging* kwamen aan bod op de vergadering van januari. De organisatie van het risk management werd fors uitgebouwd tijdens de periode 2009-2001, maar kennelijk kwam er na 24 januari geen ingrijpende bijsturing van het risicobeheerbeleid wat het soevereine risico als dusdanig betreft.

Ondanks de hervormingen blijft er een grote zwakke plek in het risicobeheer van Dexia: het *risk management* bij DCL. Volgens de conclusies van het *Core Supervisory College* van 7 juli 2011 is de *risk management*-directie

tion des risques de DCL est faible, manque de moyens (aussi bien en ressources humaines qu'en systèmes d'informations) et présente une absence d'approche stratégique du risque, tant au niveau de la gouvernance que de son pilotage au niveau de l'équipe des risques elle-même.

L'ampleur des réformes du plan de transformation sur la filiale française du groupe est remise en question à travers cette constatation des régulateurs. Elle apporte un argument supplémentaire dans la discussion du caractère équitable des traitements réservés à, d'une part, DCL (à travers le manque de réforme du *risk management*) et DenizBank (à travers l'importance du risque opérationnel constaté à plusieurs reprises par le comité des risques et le conseil d'administration de Dexia SA), et d'autre part DBB qui, en vertu de l'importance de son centre de trésorerie et d'activités de marchés, a vu sa gestion des risques revue en profondeur. Cette déficience, bien qu'elle n'intervienne pas directement dans l'analyse du démantèlement, présente des conséquences potentielles importantes, notamment eu égard à l'importance des garanties octroyées par l'État belge au groupe résiduel, dont DCL fait partie.

1.2 Les stress tests internes

Suite à la décision du RPC de janvier 2011, Dexia met au point un scénario de stress intense, qui n'a rien à voir avec les hypothèses des stress tests externes de la *European Banking Authority* (EBA) (voir par ailleurs). En effet, le management est conscient que le principal risque auquel le groupe est confronté est celui d'un assèchement de sa liquidité, et non d'une éventuelle perte importante de solvabilité sur la base d'un événement de marché ou de crédit.

Les principales hypothèses du stress test le plus négatif ("*red downgrade*") imaginé par Dexia sont les suivantes: *downgrade* de Dexia avec pénalités de *downgrade triggers* sur les swaps; tirage des SBPA et des TOB — les lignes octroyées aux collectivités US — avec haircut sur réutilisation de collatéral; arrêt PWB et RCB et impact sur les dépôts; retraits importants des dépôts fiduciaires *callable*; pas d'émission de financement à long terme accessible; utilisation des surcollatéraux par les entités DMA/DKD/DLG.

Les rapports de liquidité transmis au régulateur font systématiquement référence au *base case scenario*

van DCL zwak, ontbreekt het haar aan middelen (zowel op het stuk van *human resources* als van informatiesystemen) en ontbeert ze een strategische aanpak van het risico, zowel inzake *governance* als inzake de sturing van het risk team zelf.

Door deze vaststellingen van de reguletoeren wordt de omvang van de in het transformatieplan opgenomen hervormingen van de franse dochter van de groep ter discussie gesteld. Die bevinding is een bijkomend argument in het kader van het debat over de vraag of al dan niet billijk werd opgetreden, eensdeels ten aanzien van DCL (waar het *risk management* nauwelijks werd hervormd) en DenizBank (waar het risicocomité en de raad van bestuur van Dexia NV herhaaldelijk een hoog operationeel risico hebben vastgesteld), en anderdeels ten aanzien van DBB, waar het risicohebeer, gezien het belang van zijn thesauriecentrum en de marktbedrijvigheid, grondig werd herzien. Hoewel die tekortkoming niet direct ingrijpt op de analyse van de ontmanteling, heeft ze belangrijke potentiële gevolgen, meer bepaald omdat de Belgische Staat zich voor de restgroep, waartoe DCL behoort, voor een hoog bedrag garant heeft gesdeld.

1.2 De interne stresstests

Na de beslissing van het RPC in januari 2011 werkt Dexia een scenario uit voor intense stress, dat niets te maken heeft met de aannames van de externe stresstests van de *European Banking Authority* (EBA) (zie elders). Het management is zich er immers van bewust dat het opdrogen van zijn liquide middelen — en niet een significant verlies van kredietwaardigheid op grond van een markt- of kredietgebeuren — het grootste risico is waaraan de groep blootstaat.

De belangrijkste hypothesen van de ongunstigste stresstestresultaten ("*red downgrade*") waarmee Dexia rekening houdt zijn: een *downgrade* van Dexia met *downgrade triggers* op de swaps als sanctie, de opening van Standard Bond Purchase Agreements (SBPA) en Option Bonds (TOB) — het gaat om lijnen die werden toegekend aan de besturen in de VS — met een haircut op het hergebruik van het onderpand of collateral; de stopzetting van *Public and Wholesale Banking* (PWB) en *Retail and Commercial Banking* (RCB) alsook de impact daarvan op de deposito's; omvangrijke afhalingen van de *callable fiduciary deposits*; geen uitgifte van toegankelijke langetermijnfinanciering; overcollateralisatie door de entiteiten DMA/DKD/DLG.

In de aan de regulator bezorgde liquiditeitsrapporten wordt stelselmatig verwezen naar het *base case sce-*

ainsi qu'à ce scénario stressé. Ils permettent d'obtenir une visibilité sur un horizon de un à sept jours, puis une à quatre semaines.

On peut tout de même pointer deux faiblesses sur le scénario "red downgrade" repris dans le stress test:

1. La BNB a notifié Dexia du fait que les hypothèses de stress étaient trop axées sur des dégradations internes et qu'en particulier, l'impact possible de l'évolution adverse des taux d'intérêt sur les swaps n'était pas suffisant (voir section correspondante), mais les aménagements seraient de toute façon arrivés trop tard par rapport à l'éclatement de la crise. Nonobstant le caractère relativement marginal qu'une meilleure prise en compte d'un scénario catastrophique sur les taux aurait eu sur les moyens d'action de Dexia, le caractère relativement rigide du scénario stressé pose la question de la rapidité d'obéissance au régulateur, et devrait faire l'objet de recommandations d'un système mieux adapté aux objectifs du contrôleur prudentiel en la matière.

2. Malgré le fait que son importance quantitative a été reconnue dans le scénario prévisionnel, les conséquences d'un "bank run" aussi grave que celui que DBB a vécu n'étaient pas pleinement anticipées. En réalité, le "red downgrade scenario" aboutissait effectivement à une simulation de retraits RCB + PWB supérieurs à 3,5 milliards d'euros sur un horizon de cinq jours, mais consécutivement aux effets d'un downgrade, et donc — dans l'esprit du scénario — cela faisait partie d'une problématique de marché et pouvait être réglé par des mécanismes de recours aux prêteurs institutionnels de dernier ressort. Or, si les circonstances de marché peuvent être simulées, les signes avant-coureurs d'une fuite massive des clients particuliers, corporate et publics de Dexia (indépendamment d'un downgrade, et donc renforçant son impact éventuel plutôt qu'en découlant) pouvaient être considérés comme inquiétants. Ce qui est important dans ce cadre, c'est que cet événement — des retraits massifs — ne commande pas une intervention massive des banques centrales sous forme de lignes de liquidité, ou de garanties de la part des États, car ces mécanismes sont impuissants face à la perte de confiance "panique" des clients dans leur établissement bancaire.

Cela dit, il faut bien considérer les stress tests pour ce qu'ils sont: des indicateurs prospectifs permettant de tirer, le cas échéant, des signaux d'alarme. Tous les voyants étaient à l'orange dès le mois de mai, et

nario en naar dit scenario voor een gespannen situatie. Zij bieden een toekomstvisie op een termijn van één tot zeven dagen, en vervolgens van één tot vier weken.

Niettemin kan worden gewezen op twee zwakke punten in het "red downgrade"-script dat is opgenomen in de stresstest.

1. De NBB heeft Dexia ervan in kennis gesteld dat de stresshypotheses te veel waren toegespitst op de interne verslechtingen, en inzonderheid dat de weerslag van de ongunstige evolutie van de rentevoeten op de swaps niet volstond (zie de dienovereenkomstige afdeling); toch zouden de bijstellingen hoe dan ook te laat hebben plaatsgevonden gelet op het uitbreken van de crisis. Niettegenstaande de vrij marginale invloed die een betere inachtneming van een catastrofescenario inzake de rentevoeten zou hebben gehad op de actiemiddelen waarover Dexia beschikte, doet de betrekkelijk rigide aard van het scenario voor een gespannen situatie de vraag rijzen hoe snel aan de regulator is gehoorzaamd; voorts zouden die vraagpunten aanleiding moeten geven tot aanbevelingen met het oog op een systeem dat beter is afgestemd op de doelstellingen van de prudentiële toezichthouder terzake.

2. Hoewel in het prognosemodel het kwantitatieve belang werd erkend van de gevolgen van een dusdanig ernstige "bank run" als die welke DBB heeft meegeemaakt, werd niet ten volle op die gevolgen geanticipeerd. In werkelijkheid leidde het "red downgrade scenario" daadwerkelijk tot gesimuleerde afhalingen bij RCB en PWB voor meer dan 3,5 miljard euro over een periode van vijf dagen, maar dan wel ingevolge de repercussies van een downgrade; in de geest van het scenario maakte zulks dus deel uit van een markt vraagstuk dat kon worden geregeld via mechanismen die het mogelijk maken zich tot de als laatste redmiddel fungerende institutionele kredietverstrekking te wenden. Ofschoon de marktomstandigheden weliswaar kunnen worden gesimuleerd, mochten de voortekenen van een massale uitstroom van particuliere klanten, zakelijke klanten en overheidsklanten van Dexia (ongeacht een downgrade, hetgeen dus de eventuele impact ervan versterkte in plaats van eruit voort te vloeien) worden beschouwd als onrustwekkend. In dat verband is het belangrijk dat die gebeurtenis — massale afhalingen — geen massale interventie door de centrale banken in de vorm van liquiditeitslijnen noch staatsgaranties vereist, aangezien die regelingen niet werken in geval van een "panisch" verlies van vertrouwen van de klanten in hun bankinstelling.

Gelet op wat voorafgaat, moeten de stresstests worden genomen voor wat ze zijn: prognose-indicatoren op grond waarvan in voorkomend geval waarschuwingssignalen kunnen worden uitgestuurd. Alle lichten stonden

au rouge à la fin du mois du juillet. Les échéances de remboursement obligataires de Dexia étaient parfaitement prévisibles, et ont été prévues. Même si le scénario exact du stress test ne s'est pas produit, c'est un déroulement alternatif, imprévu comme tel mais tout aussi grave, qui a balayé les ressources à court terme de Dexia. Les stress tests ont donc joué leur rôle, non pas parce qu'ils avaient bien prévu le déroulement des choses — Dexia n'a effectivement pas eu affaire au scénario de dégradation évoqué — mais parce qu'ils avaient indiqué au management et au régulateur que la situation pouvait empirer jusqu'à un point de non retour.

2. Les autorités de supervision

Le rapport tripartite du “*Core Supervisory College*” de Dexia SA, à savoir la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA), la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et la Commission bancaire (CB), émis le 5 mars 2010, dressait un tableau très peu flatteur de la gestion du groupe avant la crise de 2008, et a mis particulièrement en évidence des problèmes de gouvernance et de gestion de bilan et liquidité dans la période ayant précédé l'arrivée de MM. Mariani et Dehaene à la tête du groupe. En particulier, le rapport épinglait le fait que les autorités de contrôle n'ont pas été correctement informées de certains aspects de la gestion des risques du groupe qui ont pourtant fait l'objet d'alertes au niveau du comité de direction. Les auteurs du rapport notent à cet égard que la relation de confiance, qui doit prévaloir entre le régulateur et le régulé pour que le modèle de contrôle fonctionne efficacement, n'était donc pas suffisante.

Sans revenir sur la manière dont la supervision a été organisée durant la période 2008-2011, ce qui fait l'objet d'un chapitre distinct, les éléments recueillis des deux côtés — la BNB et la CBFA d'une part, les dirigeants et administrateurs du groupe d'autre part — démontrent que la collaboration a été appréciée et que cette relation de confiance a bel et bien été maintenue durant l'intégralité de la période de crise souveraine.⁴ Néanmoins, il faut pointer deux périodes distinctes pour évaluer la manière dont les autorités de contrôle ont joué leur rôle.

⁴ Il est impossible de se prononcer dans ce rapport sur la teneur de la relation entre le groupe Dexia SA, d'une part, et les autorités prudentielles luxembourgeoises et françaises d'autre part.

op oranje vanaf de maand mei en op rood eind juli. De terugbetalingstermijnen voor obligaties van Dexia waren volmaakt voorspelbaar en er werd dan ook rekening mee gehouden. Zelfs al heeft zich niet het precieze scenario van de stresstest voorgedaan, toch hebben andere, als dusdanig onvoorziene maar even ernstige gebeurtenissen de kortetermijnmiddelen van Dexia uitgeput. De stresstests hebben dus hun rol gespeeld, niet omdat ze wel degelijk de gang van zaken hadden voorzien — Dexia heeft immers inderdaad niet te maken gehad met het aangehaalde verslechteringscenario — maar omdat ze aan het management en aan de toezichthouder duidelijk hadden gemaakt dat de toestand zou kunnen verslechteren tot een *point of no return*.

2. De toezichthoudende autoriteiten

Het op 5 maart 2010 uitgebracht driedelige verslag van het *Core Supervisory College* van de NV Dexia, bestaande uit de CBFA (Commissie voor het Bank- en Financie- en Assurantiewezen), de Luxemburgse regulator CSSF (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*) en de Franse toezichthouder CB (*Commission bancaire*), schetste een bijzonder onflatteus beeld van het beheer van de groep vóór de crisis van 2008; meer in het bijzonder heeft het knelpunten aan het licht gebracht inzake governance, alsook inzake balans- en liquiditeitsbeheer, in de periode die voorafging aan het aantreden van de heren Mariani en Dehaene aan het hoofd van de groep. Meer bepaald werd in het rapport aangestipt dat de toezichthoudende autoriteiten niet correct zijn voorgelicht over sommige aspecten van het risicobeheer van de groep, hoewel het directiecomité voor die facetten was gewaarschuwd. De auteurs van het rapport merken in dat verband op dat de vertrouwensrelatie die tussen de regulator en de gereguleerde moet bestaan opdat het controlemodel naar behoren zou functioneren, in dit geval dus ontoereikend was.

Zonder terug te komen op de wijze waarop het toezicht in de periode 2008-2011 werd georganiseerd, wat het voorwerp uitmaakt van een afzonderlijk hoofdstuk, blijkt uit de informatie die aan weerszijden werd ingewonnen — bij de NBB en de CBFA enerzijds, en bij de directie en het bestuur van de groep anderzijds — dat de samenwerking op prijs werd gesteld en dat die vertrouwensrelatie wel degelijk tijdens de hele schuldencrisis heeft standgehouden⁴. Toch moeten twee perioden worden onderscheiden om de manier waarop de toezichthoudende instanties hun rol hebben gespeeld, te beoordelen.

⁴ In dit verslag kan geen uitspraak worden gedaan over de aard van de relatie tussen de groep Dexia NV enerzijds, en de Luxemburgse en Franse prudentiële overheden anderzijds.

2.1 Période pré-juillet 2011: support à l'intégrité du groupe

Les relations entre les responsables de la trésorerie de Dexia et l'équipe chargée du suivi opérationnel de Dexia à la CBFA, puis au CREFS, et enfin à la BNB, sont littéralement quotidiennes depuis 2008 et ne font pas l'objet de discontinuités. Une structure d'échange, avec des points de liquidité quotidiens, des états hebdomadaires et des informations ponctuelles, s'est mise en place et a été suivie.⁵

La bonne relation ressort de l'attitude des autorités durant le mois de mai 2011. À la suite de la réunion du collège de régulateurs de Dexia, représentant 8 pays, un profil de risque de Dexia a été établi à son insu et il est décidé d'imposer des ratios de solvabilité très élevés au groupe: 13 % de Core Tier 1 pour Dexia SA et 14 % pour DBB, c'est-à-dire des niveaux proches de ceux observés à ce moment. Or, le management de Dexia rétorque que le problème auquel le groupe est actuellement confronté est lié à sa liquidité, et que le groupe a l'intention d'accélérer son *deleveraging* pour réduire sa vulnérabilité. Lui imposer un tel niveau de solvabilité reviendrait à l'empêcher de provisionner des pertes nécessaires pour accélérer la réduction du portefeuille *Legacy* et à renforcer le risque de liquidité. L'appel sera entendu, et Dexia sera autorisé à réduire temporairement son niveau de fonds propres de 250 points de base afin de réaliser son programme. Le support de la BNB ne sera pas altéré lorsque, le 27 mai, le trésorier de Dexia annonce que les limites intra-groupe de DBB sur DCL ne seront plus respectées à cause du basculement du financement du gap de liquidité sur l'entité belge en remplacement du financement US précédemment assuré par DCL NY.

Le plan d'accélération du *deleveraging* sera ensuite exécuté en concertation avec les autorités gouvernementales et prudentielles, aussi bien la FSMA pour les aspects de marché que la BNB pour les aspects bancaires. Parallèlement à cela, la BNB et la Banque de France (BDF) mettent en place les instruments nécessaires pour activer en urgence, si besoin est, les lignes de liquidités éventuellement nécessaires.

⁵ Le lecteur se référera au chapitre dédié aux relations entre Dexia et les autorités de contrôle pour plus de détails.

2.1 Periode vóór juli 2011: nadruk op de integriteit van de groep

De leiding van de thesaurieafdeling van Dexia en het team dat instaat voor de operationele monitoring van Dexia bij, achtereenvolgens, de CBFA, het CSRSFI en de NBB, stonden sinds 2008 letterlijk dagelijks met elkaar in contact, zonder onderbreking. In dat verband werd een systeem uitgewerkt voor de uitwisseling van dagelijkse liquiditeitsstanden, weekoverzichten en specifieke informatie⁵.

De goede relatie blijkt uit de houding van de toezichthouder in mei 2011. Na de vergadering van het college van reguletoeren van Dexia, waarin acht landen vertegenwoordigd zijn, werd zonder medeweten van Dexia een risicoprofiel van de groep vastgesteld en werd beslist de groep erg hoge solvabiliteitsratio's op te leggen: een Core Tier 1-ratio van 13 % voor Dexia NV en van 14 % voor DBB, niveaus die in de buurt liggen van de toen vastgestelde niveaus. Het management van Dexia reageerde dat het probleem waarmee de groep op dat ogenblik kampte, een liquiditeitsprobleem was, en dat de groep van plan was zijn schuldafbouw te versnellen om minder kwetsbaar te zijn. Door een dergelijk solvabiliteitsniveau op te leggen zou de groep onmogelijk noodzakelijke verliezen in provisie kunnen plaatsen om de *Legacy*-portefeuille sneller af te bouwen, met een verhoogd liquiditeitsrisico tot gevolg. Die noodkreet valt niet in dovemansoren en Dexia krijgt de toestemming om zijn niveau van eigen middelen tijdelijk te verlagen met 250 basispunten en aldus zijn programma te realiseren. Aan de steun van de NBB verandert er niets, wanneer de thesaurier van Dexia op 27 mei aankondigt dat de interne limieten van DBB op DCL niet langer zullen worden nagekomen als gevolg van het feit dat de financiering van de liquiditeitskloof op de schouders van de Belgische entiteit terecht komt, in plaats van de voordien door DCL NY verzekerde Amerikaanse financiering.

Het plan voor een versnelde schuldafbouw wordt vervolgens uitgevoerd in overleg met de regeringsinstanties en de prudentiële autoriteiten, zowel de FSMA voor de marktaspecten, als de NBB voor de bankaspecten. Daarnaast bereiden de NBB en de *Banque de France* (BDF) de nodige instrumenten voor om, indien nodig, eventuele liquiditeitslijnen snel te kunnen activeren.

⁵ Voor nadere gegevens wordt verwezen naar het hoofdstuk over de relatie tussen Dexia en de toezichthoudende instanties.

2.2 Période juillet-octobre 2011: support au démantèlement ordonné du groupe

Le tournant s'opère vraisemblablement à la fin du mois de juin 2011, peu de temps avant le moment où S&P et Moody's publient chacun leur communiqué — qui ont en fin de compte été moins sévères qu'anticipé. Devant le risque manifeste d'aggravation de la crise souveraine et la perte définitive de l'accès au marché monétaire américain, la BNB demande à Dexia de mettre au point un "living will", et donc de réfléchir au plan de démantèlement ordonné du groupe en cas d'aggravation de la crise. Les scénarios de stress montrent effectivement qu'en cas de *downgrade* de Dexia, le gap de liquidité pourrait se monter à 17 milliards d'euros, augmenté éventuellement d'un besoin supplémentaire de 40 milliards d'euros si le marché *secured* s'asséchait comme en 2008 (non-renouvellement des repos). Sachant que le montant de la garantie des États à la fin juin 2011 se montait à 33 milliards d'euros, cela induisait un risque potentiel à garantir de 90 milliards d'euros.

Dexia fait le tour des entités opérationnelles susceptibles d'être revendues, et en arrive à conclure qu'il faut commencer par les activités d'assurances. La fin de non-recevoir de la Commission européenne par rapport à la substituabilité de la cession de DIB à celle de Crediop et Sabadell met le conseil d'administration devant un véritable casse-tête: la revente des filiales est soit impossible dans l'urgence (Crediop, Sabadell), soit inutile dans le cadre de la résolution du problème (DBL, DAM), soit stratégiquement à écarter (DenizBank). Il ne reste qu'à revendre DIB (quand même), avec éventuellement les 50 % dans la joint-venture RBC-Dexia, et à accélérer encore le *deleveraging*. Le comité stratégique du groupe conclut unanimement qu'aucun scénario envisagé n'est satisfaisant.

La BNB perçoit un relatif immobilisme dans l'attitude de Dexia au mois d'août et, le 25/8, envoie une lettre intimant Dexia de prendre immédiatement quatre mesures destinées à ramener son profil de risque à un niveau adéquat: (i) la vente accélérée du portefeuille obligataire telle que décidée en mai; (ii) l'accélération de la vente du portefeuille obligataire en *run-off*; (iii) la finalisation de la titrisation du portefeuille de crédits hypothécaires prévue par DBB; et (iv) la mise en vente rapide d'entités opérationnelles. La réponse de Dexia demande un peu de temps, surtout pour la mise en place des actions (iii) et (iv). Le calendrier prévisionnel amène à ce que les opérations puissent être raisonnablement menées pour la fin 2011.

Parallèlement, à la fin août, la BNB se déclare également insatisfaite du rythme de revente des obligations

2.2 Periode juli-oktober 2011: steun aan een ordentelijke ontmanteling van de groep

Het keerpunt vindt wellicht eind juni 2011 plaats, kort voordat S&P en Moody's hun respectieve communiqués de wereld insturen — die uiteindelijk minder streng bleken dan voorzien. Gelet op het manifeste risico dat de soevereine crisis nog verergert en op het definitieve verlies van de toegang tot de Amerikaanse geldmarkt, vraagt de NBB aan Dexia om een "wilsverklaring" (*living will*) op te stellen en zich dus te bezinnen over een ordentelijke ontmanteling van de groep indien de crisis mocht verergeren. De stressscenario's tonen inderdaad aan dat een *downgrade* van Dexia tot gevolg kan hebben dat de liquiditeitskloof oploopt tot 17 miljard euro, met daarbovenop een mogelijke extra behoefte van 40 miljard euro indien de *secured* markt opdroogt zoals in 2008 (niet-vernieuwing van reoverrichtingen). Gelet op het feit dat de staatswaarborg eind juni 2011 33 miljard euro bedroeg, betekent dat een af te dekken potentieel risico van 90 miljard euro.

Dexia bekijkt dus welke operationele entiteiten het eventueel kan verkopen en komt tot de conclusie dat zijn verzekeringspoot het eerst aan de beurt moet komen. Het "njet" van de Europese Commissie aangaande de idee om afstand te doen van DIB veeleer dan van Crediop en Sabadell, bezorgt de raad van bestuur heuse kopbrekens: de verkoop van dochterbedrijven is ofwel op korte termijn onmogelijk (Crediop, Sabadell), ofwel nutteloos als oplossing voor de moeilijkheden (DBL, DAM), ofwel strategisch te vermijden (DenizBank). Rest alleen de mogelijkheid DIB (toch) te verkopen, eventueel met de 50 % in de joint venture RBC Dexia, en de schuldafbouw nog te versnellen. Het strategisch comité van de groep concludeert eenstemmig dat geen enkel van die scenario's bevredigend is.

Wanneer de NBB in augustus merkt dat de houding van Dexia weinig lijkt te bewegen, stuurt ze Dexia op 25 augustus een brief waarin Dexia ertoe gedwongen wordt onmiddellijk vier maatregelen te nemen om zijn risicoprofiel op een passend niveau te brengen: (i) de versnelde verkoop van de obligatieportefeuille, zoals beslist in mei; (ii) de versnelde verkoop van de obligatieportefeuille in *run-off*; (iii) de voltooiing van de door DBB geplande effectisering van de hypothecair-kredietportefeuille; en (iv) de snelle tekoopstelling van operationele entiteiten. De reactie van Dexia laat even op zich wachten, zeker wat de maatregelen (iii) en (iv) betreft. Volgens het vastgestelde tijdspad mag worden aangenomen dat de nodige maatregelen tegen eind 2011 kunnen worden afgerond.

Eind augustus toont de NBB zich eveneens ontevreden over de traagheid waarmee de obligaties in de

durant l'été. Entre le 11 juin et le 26 août, le groupe n'a en effet revendu que pour 1,9 milliard d'euros, ce qui amène Dexia à devoir encore revendre pour 10,7 milliards d'euros d'obligations sur les quatre derniers mois pour respecter la cible établie en mai. Le responsable opérationnel de Dexia Dublin explique ce retard par la faible liquidité du marché durant les mois de juillet-août (beaucoup d'opérateurs en congés) ainsi que par la priorité qui a été mise sur la revente des *financial products*. Il indique également son scepticisme quant à la possibilité de respecter la cible sur le reste de l'année si les marchés ne s'améliorent pas. Il semble pour la BNB que les limites de pertes par transaction déléguée aux entités opérationnelles, qui sont passées de 5 à 10 millions d'euros sur base des guidelines du *Portfolio Management Group* en mai, n'ont pas été suffisantes pour garantir un rythme de réduction de bilan adéquat, surtout pour le portefeuille obligataire.

Sur la base de ces éléments relativement décevants, le collège de régulateurs est rapidement convaincu que le groupe ne pourra pas passer l'année sur base de sa seule capacité financière, et que Dexia sous-estime sa capacité de financement. C'est pourquoi l'ukase du 25 août est assorti d'un mécanisme d'*asset swaps*, permettant à Dexia d'obtenir un surcroît de collatéral de 10 milliards d'euros. Sur la base de l'analyse prévisionnelle effectuée par les autorités, ce surcroît aurait dû suffire à assurer la survie du groupe moyennant (1) la cession des activités opérationnelles sur le dernier trimestre, conformément au plan du *living will*, et (2) l'absence d'une aggravation brutale de la crise souveraine, car le scénario le plus stressé démontrait que le plan ne suffirait pas.

Le soutien de la BNB a donc été phasé et parfois coercitif, mais les échanges entre Dexia et la BNB montrent un esprit de collaboration continu, même quand il s'est agi d'assumer une phase douloureuse de préparation d'un démantèlement. Néanmoins il existe clairement une divergence d'interprétation entre le régulateur et le groupe au début du mois de septembre, période où Dexia estime encore pouvoir sortir de la crise en quelques mois avec des dommages limités, tandis que la BNB est convaincue que le retard pris durant l'été ne pourra être rattrapé et qu'un isolement rapide des entités opérationnelles de qualité de Dexia s'avère nécessaire.

Par contre, il est clair que l'ensemble des acteurs a été pris au dépourvu par l'élément décisif du démantèlement, à savoir la fuite massive de capitaux des déposants, singulièrement durant la semaine n°40.

zomer werden verkocht. Tussen 11 juni en 26 augustus heeft de groep immers maar voor 1,9 miljard euro verkocht, wat betekent dat Dexia in de laatste vier maanden nog voor 10,7 miljard euro obligaties van de hand moet doen om het in mei bepaalde streefdoel te halen. De operationeel verantwoordelijke van Dexia Dublin schrijft die achterstand toe aan het feit dat er in juli en augustus weinig marktliquiditeit is (veel operatoren zijn met vakantie) en aan de voorrang die de verkoop van de *financial products* heeft gekregen. Ook betwijfelt hij of het streefdoel in de resterende maanden kan worden gehaald indien de situatie op de markten niet verbetert. Volgens de NBB waren de verliesbeperkingen door overdracht van verrichtingen aan de operationele entiteiten, die gestegen zijn van 5 tot 10 miljoen op basis van de richtlijnen van de *Portfolio Management Group* in mei, ontoereikend om voor een voldoende snelle balansvermindering te zorgen, vooral wat de obligatieportefeuille betreft.

Op basis van die redelijk teleurstellende elementen raakt het college van regulatoren er spoedig van overtuigd dat de groep puur op eigen financiële middelen het jaar niet doorkomt, en dat Dexia zijn financieringscapaciteit onderschat. Vandaar dat de oekaze van 25 augustus vergezeld gaat van een *asset swap*-mechanisme, waarmee Dexia voor 10 miljard euro bijkomend *collateral* verkrijgt. Op basis van de prognose van de toezichhoudende instanties had dat moeten volstaan om het overleven van de groep te vrijwaren, op voorwaarde dat (1) in het laatste kwartaal afstand zou worden gedaan van de operationele activiteiten, zoals in de "wilsverklaring" bepaald, en (2) de schuldencrisis niet plots sterk zou verergeren, aangezien het minst optimistische scenario aantoonde dat het plan niet zou volstaan.

De ondersteuning door de NBB verliep dus gefaseerd en was soms dwingend, maar de contacten tussen Dexia en de NBB tonen aan dat de bereidheid tot samenwerking er steeds is geweest, hoe pijnlijk de voorbereiding van de ontmanteling ook geweest moge zijn. Toch was er begin september duidelijk sprake van een verschil in interpretatie tussen de regulator en de groep: Dexia dacht toen nog in enkele maanden tijd de crisis te boven te kunnen komen met beperkte schade, terwijl de NBB ervan overtuigd was dat de achterstand die tijdens de zomer was opgelopen, niet kon worden goedge maakt en dat de deugdelijke operationele entiteiten van Dexia absoluut snel in veiligheid moesten worden gebracht.

Het is daarentegen duidelijk dat alle actoren verrast werden door wat de doorslag gaf in de ontmanteling, met name de massale vlucht van kapitalen van depositogever, vooral tijdens de 40^e week.

La panique des déposants de Dexia a rendu le montage et le calendrier caducs, et a motivé des prises de décisions en urgence des deux côtés. À cet égard, les modalités existantes du contrôle prudentiel ont été impuissantes, ce qui signifie que la BNB n'était au moment de la crise pas armée pour gérer un *bank run* autrement qu'en intervenant pour que l'État prenne le contrôle de la banque, comme en 2008 avec Fortis.

3. Les actionnaires de référence

Les actionnaires de référence sont supposés apporter un soutien financier fort au groupe, principalement en cas de détresse financière, car il est de leur intérêt de conserver la valeur de leur participation la plus élevée possible. Le rôle des États et des entités fédérées est analysé plus loin.

La situation de Dexia lors de la crise souveraine n'a en aucun cas permis d'observer l'efficacité d'un tel soutien. Les raisons en sont les suivantes:

1. La problématique de Dexia n'était pas directement la solvabilité, mais la liquidité. Le principal moyen que le management a décidé d'employer pour réduire la fragilité de Dexia par rapport au risque de liquidité était d'appliquer une séquence "augmentation des fonds propres par la rentabilité opérationnelle à constitution d'une provision pour éponger les pertes dues à la vente d'instruments illiquides à *deleveraging*". Dans ce contexte, typique d'une situation de finance d'entreprise, l'argent des actionnaires travaille pour celui des créanciers. Tout apport de fonds supplémentaire ne servirait qu'à générer des pertes supplémentaires, et donc serait très peu rentable. Les actionnaires n'ont donc aucun intérêt à apporter des moyens financiers supplémentaires.

2. Le point 1 ne serait-il pas valide, les actionnaires belges de Dexia n'ont par ailleurs simplement plus les moyens de remettre des fonds dans le groupe: ni le Holding communal, ni Arco, ni Ethias n'ont été, à aucun moment, dans la situation d'un actionnaire avec les poches profondes. Seuls les actionnaires publics auraient pu, le cas échéant, procéder à une recapitalisation. L'analyse ci-après montre que tel n'était pas leur intérêt.

3. Étant donné qu'il n'y avait ni incitation objective (point 1), ni possibilité raisonnable (point 2) de solliciter les actionnaires afin de renforcer les fonds propres du groupe et de hâter le processus de réduction du bilan, les marchés ne pouvaient donc considérer cette

Door de paniek van de depositogever van Dexia vervielen de constructie en het tijdspad en werden aan beide kanten inderhaast beslissingen genomen. De bestaande nadere regels inzake prudentiële controle hebben in dat opzicht geen uitwerking gehad. Dat betekent dat de NBB op het ogenblik van de crisis niet gewapend was om een *bank run* anders te beheren dan door op te treden zodat de Staat de controle van de bank zou overnemen, zoals dat in 2008 met Fortis is gebeurd.

3. De referentieaandeelhouders

De referentieaandeelhouders worden geacht krachtige financiële ondersteuning te bieden aan de groep, voornamelijk in geval van financiële nood, omdat ze er alle belang bij hebben de waarde van hun deelname zo hoog mogelijk te houden. De rol van de Staat en van de decentrale overheden wordt verderop geanalyseerd.

De situatie van Dexia tijdens de soevereine schulden-crisis heeft in geen geval de mogelijkheid geboden de doelmatigheid van een dergelijke steun te constateren en wel om de volgende redenen:

1. Het probleem van Dexia was niet zozeer de solven-tie, maar wel de liquiditeit. Om de zwakheid van Dexia ten aanzien van het liquiditeitsrisico te beperken, heeft het management beslist in de eerste plaats de volgende strategie toe te passen: verhoging van de eigen midde-len door de operationele rendabiliteit — het aanleggen van een provisie om de schulden als gevolg van de doorverkoop van de niet-liquide instrumenten te delgen *deleveraging*. In die voor een financiële situatie van een onderneming typische situatie werkt het geld van de aandeelhouders voor dat van de schuldeisers. Iedere extra inbreng van fondsen zou alleen tot bijkomende verliezen leiden en zou dus zeer weinig rendabel zijn. De aandeelhouders hebben er dus geen enkel belang bij bijkomende financiële middelen in te brengen.

2. Zelfs mocht punt 1 de verklaring niet zijn, dan er is nog het feit dat de Belgische aandeelhouders van Dexia gewoonweg niet meer over de middelen beschikken om fondsen te pompen in de groep: de Gemeentelijke Holding, Arco en Ethias zijn nooit echt kapitaalkrachtige aandeelhouders geweest. Alleen de overheidsaan-deelhouders hadden desnoods tot een herkapitalisatie kunnen overgaan. De onderstaande analyse toont aan dat ze daar geen voordeel bij hadden.

3. Aangezien daartoe geen objectieve aansporing (punt 1) bestond, noch een redelijke mogelijkheid (punt 2) de aandeelhouders te vragen de eigen middelen van de groep te versterken en het proces van balansafbouw te versnellen, konden de markten weinig geloof aan die

possibilité comme crédible. En réalité, cette situation a probablement joué au détriment de Dexia et ce, bien malgré tous les acteurs.

Avec des actionnaires fragiles, le groupe perdait un soutien dont les établissements financiers ont généralement besoin lors de périodes troubles, à savoir une sorte de police d'assurance de pouvoir être assistée en cas de coup dur. Le diagnostic a d'ailleurs été posé par les agences de notation elles-mêmes en 2011, entérinant par là un sentiment bien installé dans les marchés.

4. Le soutien des États

Plus que le soutien des actionnaires privés, c'est le soutien implicite des États belge, français et luxembourgeois qui a permis au groupe de conserver la confiance des marchés jusqu'en mai 2011. La meilleure illustration en est la différence énorme pointée par Moody's et S&P entre les notations "fondamentales" des entités du groupe et celles, effectives, de leur capacité de remboursement à court et long terme.⁶

Ce soutien a été affirmé avec force lors de l'opération de sauvetage de 2008. Cependant, avec le développement de la crise souveraine, et singulièrement en 2011, il s'est quelque peu étioilé par la faute de divergences profondes d'intérêts et d'interprétation entre les deux principaux gouvernements impliqués dans Dexia, les gouvernements belge et français.

4.1 Le soutien de l'État belge

Pour la Belgique, le groupe Dexia SA est une institution à caractère systémique principalement parce que la filiale DBB est systémique. Ce constat, incontestable, représente la meilleure garantie possible de la survie de l'entité bancaire. Tant que son destin est indissociablement liée à celle du groupe, Dexia SA bénéficie également à plein de la qualité de la garantie souveraine.

Il est difficile de déterminer le moment exact où le soutien indéfectible du gouvernement à Dexia SA a été retiré. Le déclic s'est vraisemblablement produit lorsque les transferts de DBB vers DCL ont dépassé la limite réglementaire de fonds propres, en juin 2011. À ce moment, il devenait possible, voire probable que la situation pourrait empirer au point qu'un démantèlement deviendrait inévitable. Sur la base de cette analyse, l'État belge n'avait plus aucun intérêt à accorder un

⁶ Voir section consacrée aux ANC.

mogelijkheid hechten. In werkelijkheid heeft die situatie wellicht tegen Dexia gespeeld, ondanks alle actoren.

Met kwetsbare aandeelhouders verloor de groep een steun die de financiële instellingen doorgaans nodig hebben in moeilijke tijden, met name een soort van verzekering dat ze in geval van moeilijkheden kunnen worden bijgestaan. De ratingagentschappen hebben trouwens zelf de diagnose gesteld in 2011, waardoor ze een aanvoelen dat al ruim ingang had gevonden op de markten hebben bevestigd.

4. De steun van de Staten

Meer nog dan de steun van de privéaandeelhouders heeft de impliciete steun van de Belgische, de Franse en de Luxemburgse Staat de groep in staat gesteld tot in mei 2011 het vertrouwen van de markten te behouden. De beste illustratie daarvan is het enorme verschil, waarop Moody's en S&P hebben gewezen, tussen de "fundamentele" noteringen van de entiteiten van de groep en de werkelijke noteringen van hun terugbetaalingscapaciteit op korte en lange termijn⁶.

Die steun kreeg een krachtige bevestiging bij de reddingsoperatie van 2008. Door de ontwikkeling van de soevereine schuldencrisis, en dan vooral in 2011, is hij echter wat afgekald als gevolg van zeer diepgaande belangentegenstellingen en interpretatieverschillen tussen de twee belangrijkste regeringen die bij Dexia betrokken zijn, met name de Belgische en de Franse.

4.1 De steun van de Belgische Staat

Voor België is de groep Dexia NV een systeeminstelling, hoofdzakelijk omdat de dochteronderneming DBB een systeemvennootschap is. Die ontegensprekelijke vaststelling is de best mogelijke garantie voor het voortbestaan van de bankentiteit. Zolang het lot ervan onlosmakelijk verbonden is met dat van de groep geniet ook Dexia NV volop van de kwaliteit van de staatswaarborg.

Wanneer de regering haar niet aflatende steun aan Dexia NV precies heeft ingetrokken valt moeilijk uit te maken. Het scharniermoment is kennelijk datgene geweest waarop de overdrachten van DBB naar DCL de réglementaire limiet van de eigen middelen hebben overschreden, in juni 2011. Het was op dat ogenblik mogelijk of zelfs waarschijnlijk dat de situatie dermate kon verslechteren dat een ontmanteling onvermijdelijk zou worden. De Belgische Staat had er op grond van

⁶ Zie het hoofdstuk dat aan de CRA's gewijd is.

refinancement additionnel à Dexia étant donné que (i) un tel financement aurait servi à transférer des ressources vers les entités à problème, et que (ii) il n'aurait en aucune manière contribué à l'objectif final du gouvernement, à savoir l'extraction de DBB du périmètre du groupe à plus ou moins brève échéance. La SFPI a d'ailleurs planché dès cette époque sur des scénarios considérant explicitement la rupture de l'intégrité du groupe.⁷

Il est difficile de juger si Moody's, dans son analyse du mois de juin 2011, a perçu cette nuance dans la position de la Belgique. L'agence a toujours considéré que le soutien de l'État belge était plus important que celui de l'État français dans ses analyses. Une inflexion dans cette perception aurait donc pu faire pencher l'analyse du mauvais côté pour le groupe.

4.2 Le soutien de l'État français

La relation entre l'État français et Dexia est complètement différente de celle que le groupe entretient avec l'État belge, pour deux raisons principales:

1. L'activité de Dexia en France n'est systémique que dans la mesure où il s'agit du principal vecteur de financement des collectivités locales; c'est donc au niveau de l'activité de prêts (actifs), beaucoup plus que celle des dépôts (passifs) que l'attention des pouvoirs publics se porte. Un éventuel problème de liquidité de l'ensemble du groupe Dexia serait donc moins directement grave pour la France. Il lui faudrait organiser prioritairement l'accès au crédit pour les collectivités locales, mais l'État dispose des outils pour ce faire à travers, notamment, la Banque Postale et la CDC (voir par ailleurs). Il n'y a donc par le même sentiment d'urgence par rapport à un éventuel "bank run", qui est la hantise de la Belgique.

2. L'intérêt d'un démantèlement n'est pas du tout manifeste, car le problème du financement de DCL subsisterait. Il ne faut en outre pas oublier que l'Elysée a pesé de tout son poids en 2008 pour imposer l'intégrité du groupe et la nomination d'un CEO dédié à conserver cette intégrité.

L'aggravation de la crise souveraine représente une réelle menace pour l'État français, mais il n'a pas plus que la Belgique d'intérêt à recapitaliser le groupe.

⁷ Voir section spécifique sur les plans de démantèlement.

die analyse geen enkel belang meer bij Dexia een bijkomende herfinanciering toe te staan, aangezien (i) een dergelijke financiering zou hebben gediend om middelen over te hevelen naar de probleementiteiten en (ii) ze in geen geval zou hebben bijgedragen tot het uiteindelijke doel van de regering, met name DBB op min of meer korte termijn uit de groep lichten. De FPIM heeft trouwens al vanaf dan rekening gehouden met scenario's waarbij het verbreken van de integriteit van de groep uitdrukkelijk voor ogen werd gehouden⁷.

Het is moeilijk uit te maken of Moody's in zijn analyse van juni 2011 die nuance in het standpunt van België heeft onderkend. De kredietbeoordelaar is er in zijn analyses altijd van uitgegaan dat de steun van de Belgische Staat belangrijker was dan die van de Franse Staat. Een wijziging in die perceptie had de analyse dus de verkeerde kant kunnen opsturen voor de groep.

4.2 De steun van de Franse Staat

De betrekkingen tussen de Franse Staat en Dexia verschillen volkomen van die tussen de Belgische Staat en de groep. De twee voornaamste redenen daarvoor zijn:

1. In Frankrijk is de activiteit van Dexia alleen systemisch voor zover de groep optreedt als de belangrijkste financier van de lokale gemeenschappen; de aandacht van de overheid gaat dus veel meer naar het (actieve) metier van kredietverstrekker dan naar het (passieve) metier van depositobank. Een eventueel liquiditeitsprobleem voor de hele Dexia groep zou Frankrijk dus minder direct en minder zwaar hebben getroffen. Frankrijk zou er prioritaair moeten voor hebben gezorgd dat de lokale gemeenschappen toegang hebben tot krediet, maar de Staat beschikt zelf over de middelen daartoe, onder meer via de Bank van de Post en de DCK (zie elders). Er leeft dus niet hetzelfde gevoel van urgentie ten aanzien van een "bank run", iets waarvoor België doodsbang is.

2. Het belang van een ontmanteling is dan ook niet voor de hand liggend, want het probleem van de financiering van DCL zou hoe dan ook blijven bestaan. Voorts mag men niet uit het oog verliezen dat de Franse president in 2008 zijn volle gewicht in de schaal heeft gelegd om de integriteit van de groep en de aanstelling van een zeer aan het behoud van die integriteit gehechte CEO op te leggen.

De verergering van de soevereine schuldencrisis is een echte bedreiging voor de Franse Staat, maar die heeft er net zomin als België belang bij vers kapitaal in

⁷ Zie het specifieke hoofdstuk over de ontmantelingsplannen.

Objectivement, il aurait été préférable pour la France de n'octroyer que des garanties d'État, en extrayant éventuellement *Dexia Municipal Agency* (DMA) du périmètre de Dexia afin de retirer une grande partie du risque, et de continuer le système de transferts le plus longtemps possible. Lors de l'opération de démantèlement d'octobre 2011, les représentants de l'État français exprimeront d'ailleurs avec clarté leur intention de placer les actionnaires devant leurs responsabilités. L'urgence étant du côté belge, il est évident que leur position à cette période est marquée par l'établissement d'un rapport de force.

Les épisodes des négociations avec les institutions financières publiques françaises montrent par ailleurs qu'au-delà du confort de la signature de l'État français, le fait de disposer de représentants de l'État dans le conseil d'administration n'a pas représenté un avantage décisif en ce qui concerne les négociations avec les émanations des pouvoirs publics français. En témoignent les deux éléments suivants:

- *Les discussions avec la Banque Postale (BP)*. En janvier 2011, M. Pierre Mariani informe le conseil de Dexia que BP aide Dexia sur des opérations ponctuelles (opérations de repo à long terme, souscription à des obligations de DSA pour 500 millions d'euros), mais Dexia ne peut se prévaloir d'aucun droit envers BP sur un soutien quelconque par rapport à un éventuel adossement de DCL. BP est une filiale à 100 % de La Poste, entreprise française de droit public entièrement contrôlée par l'État. Le dossier n'évoluera pas favorablement, comme en témoigne le point d'étape de février 2011 (*statu quo*), qui n'a aucune suite. La raison de ce non-lieu est liée à la prépondérance des considérations de stratégie industrielle sur l'intérêt supérieur du sauvetage de Dexia: la BP était une banque petite, jeune, en croissance, avec un projet fort en banque d'entreprise; la reprise de DCL ne rentrait absolument pas dans cette stratégie. La perspective défendue par Dexia était de développer une *joint venture* pour prêter aux collectivités locales françaises, mais le projet a fait long feu. Même s'il y avait eu une injonction de la part des autorités gouvernementales françaises (ce qui ne peut être vérifié), on peut en conclure qu'elle n'aurait de toute façon pas eu la moindre efficacité.

- *L'adossement de DMA au consortium BP — CDC*. Suite à l'échec de la première tentative, Dexia revient quelques mois plus tard — officiellement en septembre — avec le projet concret d'adossement de *Dexia Municipal Agency* (DMA) à la Banque Postale. La situation a changé du fait que la CDC a fait son entrée au capital de La Poste au premier trimestre. Il y a donc un lien plus fort

de la groupe te pompen. Objectief gesproken ware het voor Frankrijk beter geweest alleen staatsgaranties toe te kennen en eventueel *Dexia Municipal Agency* (DMA) uit Dexia te lichten om een groot deel van het risico weg te nemen en het systeem van overdrachten zolang mogelijk voort te zetten. Tijdens de ontmantelingsoperatie in oktober 2011 maakten de vertegenwoordigers van de Franse Staat overigens zonder omwegen duidelijk dat zij de aandeelhouders voor hun verantwoordelijkheid wilden plaatsen. Aangezien vooral voor de Belgen gevaar dreigde, spreekt het vanzelf dat de Fransen in die periode dankbaar gebruik maakten van hun machtspositie.

Uit de opeenvolgende onderhandelingen met de Franse openbare financiële instellingen is overigens gebleken dat, hoewel de signatuur van de Franse Staat dan wel handig uitkomst kan bieden, de aanwezigheid van vertegenwoordigers van de Staat in de raad van bestuur geen beslissend voordeel heeft opgeleverd bij de onderhandelingen met de instellingen van de Franse overheid. In twee gevallen werd dat duidelijk aangetoond:

- *Gesprekken met Banque Postale (BP)*. In januari 2011 deelt de heer Pierre Mariani de directieraad van Dexia mee dat BP Dexia te hulp schiet voor specifieke operaties (repo-verrichtingen op lange termijn, intekening op obligaties van DSA voor 500 miljoen euro), maar Dexia kan zich jegens BP op geen enkel recht beroepen voor enige steun in verband met een eventuele aanhechting van DCL. BP is voor 100 % een dochteronderneming van La Poste, een Franse publiekrechtelijke onderneming die volledig in handen is van de Staat. Het dossier zal niet gunstig evolueren, getuige de standstill van februari 2011 (*status-quo*), waar ook later geen verandering in komt. Die stilstand kan worden verklaard doordat de industrieel-strategische overwegingen zwaarder doorwegen dan het hogere belang van de redding van Dexia: BP was een kleine, jonge bank in volle groei, met een sterk zakenbankproject; de overname van DCL paste hoegenaamd niet in die strategie. Dexia stelde de ontwikkeling van een *joint venture* in uitzicht om krediet te verstrekken aan de Franse lokale besturen, maar dat plan mislukte. Zelfs als er sprake zou zijn geweest van inmenging door de Franse regeringsinstanties (wat niet kan worden nagegaan), dan kan daaruit worden afgeleid dat die in elk geval niets zou hebben uitgehaald.

- *Aanhechting van DMA bij het consortium BP-CDC*. Nadat de eerste poging mislukt, komt Dexia enkele maanden later — officieel in september — op de prop-pen met het concrete voorstel *Dexia Municipal Agency* (DMA) aan te hechten bij *Banque Postale*. De situatie is veranderd nu CDC in het eerste kwartaal is ingestapt in het kapitaal van *La Poste*. Er ontstaat dus een nauwere

entre l'actionnariat de Dexia et celui de la BP. D'autre part, le groupe est forcé de procéder à un programme de cessions de certaines entités opérationnelles, et s'est aperçu que DMA pouvait contribuer utilement au *deleveraging*. L'intermédiation de la CDC est cette fois-ci directe, et le projet avancera concrètement. Néanmoins, la différence de rythme entre Dexia et les négociateurs français est importante: alors que le management de Dexia est conscient de l'urgence de sa situation, avec un *bank run* qui se matérialise de plus en plus, ce sens de l'urgence n'est pas partagé dans la négociation. Entre le 19 septembre, date à laquelle M. Pierre Mariani informe le comité de direction de l'initiation des discussions, jusqu'aux conseils des 27 septembre et 4 octobre, ces discussions avancent mais ne se concrétisent pas suffisamment tôt pour arriver à un accord sur l'extraction de DMA susceptible de gagner l'appel de la décision de Moody's et d'éviter le démantèlement du groupe.

En revanche, le soutien direct de la CDC et de CNP (dont l'actionnaire de contrôle est la CDC) à Dexia dans les phases critiques de la crise est reconnaissable, surtout durant le mois de septembre, en permettant à DCL de mobiliser des actifs pour obtenir des prêts de la part de ses actionnaires. Par contre, ils manifesteront leur opposition à une augmentation de capital du groupe, et mettront les actionnaires belges devant leurs responsabilités, tout en sachant pertinemment qu'il leur sera impossible d'augmenter le capital du groupe durant la première semaine d'octobre.

5. Conclusion

Au niveau interne et organisationnel de Dexia SA, le groupe s'est clairement préparé à la survenance d'une crise telle que celle qui a éclaté. On peut reprocher au niveau du *risk management* de ne pas avoir suffisamment anticipé l'évolution des *spreads* souverains (en ce compris sur la dette grecque), des taux d'intérêt à long terme ou du "*bank run*" qui a commencé en septembre et s'est amplifié en octobre, mais les stress tests internes, qui étaient basés sur un scénario alternatif, fournissaient une image tout aussi noire que celle qui a finalement occasionné le basculement du groupe. L'ensemble de la structure du groupe était tournée vers le *deleveraging* et l'obtention de liquidités, mais le développement de la crise a dépassé l'ampleur d'un choc absorbable par Dexia. Aussi bien Dexia que le régulateur ont utilisé les outils leur permettant de se préparer au choc de liquidité d'octobre, mais pas au choc sur la clientèle (*bank run*). Ce paramètre a été décisif et n'a pas été anticipé à la fois à temps et à sa juste mesure.

band tussen het aandeelhouderschap van Dexia en dat van BP. Aan de andere moet de groep noodgedwongen overgaan tot het afstoten van bepaalde operationele entiteiten, waarbij hij vaststelt dat DMA aanzienlijk zou kunnen bijdragen tot de *deleveraging*. Ditmaal is de interventie van CDC direct en het project komt in een stroomversnelling. Dat Dexia en de Franse onderhandelaars niet even gehaast zijn, is een belangrijke factor: nu de *bank run* almaar concretere vorm aanneemt, is het Dexia-management zich van de urgentie van de situatie bewust, maar niet iedereen aan de onderhandelingstafel deelt die *sense of urgency*. Tussen 19 september 2011, wanneer de heer Pierre Mariani het directiecomité inlicht over de start van de gesprekken, en de raden van bestuur van 27 september en 4 oktober 2011, schieten die gesprekken op, maar ze kunnen niet tijdig worden omgezet in een akkoord over de afstoting van DMA, waarmee de beslissing van Moody's zou kunnen worden herroepen en de ontmanteling van de groep worden voorkomen.

De directe steun van CDC en CNP (met CDC als controlerende aandeelhouder) aan Dexia in de kritieke stadia van de crisis springt in het oog, vooral in september, in die zin dat DCL activa kan vrijmaken om leningen te krijgen van zijn aandeelhouders. Zij zullen zich daarentegen tegen een kapitaalverhoging voor de groep verzetten en de Belgische aandeelhouders voor hun verantwoordelijkheid plaatsen, goed wetende dat die tijdens de eerste week van oktober het kapitaal van de groep onmogelijk zullen kunnen verhogen.

5. Conclusie

Zowel intern als organisatorisch was de groep Dexia NV ontegensprekelijk voorbereid op de komst van een crisis zoals die zich heeft voorgedaan. Het *risk management* kan dan wel worden verweten dat het onvoldoende heeft ingespeeld op de ontwikkeling van de *spreads* op staatspapier (met inbegrip van Grieks staatschuldpapier), de langetermijnrente of de in september ingezette en in oktober uitdijende *bank run*, de interne stresstests, die van een alternatief scenario uitgingen, leverden een al even onheilspellend beeld op als hetwelk uiteindelijk heeft geleid tot de val van de groep. De hele structuur van de groep was gericht op de *deleveraging* en het verwerven van liquide middelen, maar de proporties die de crisis heeft aangenomen, ging het incasservermogen van Dexia te boven. Zowel Dexia als de toezichhouder hebben middelen ingezet waarmee zij zich wel konden voorbereiden op de liquiditeitscrisis van oktober, maar niet op de reactie van het cliënteel (*bank run*). Die parameter heeft de doorslag gegeven, maar er werd te laat en onvoldoende op ingespeeld.

Le contrôle prudentiel “classique” a quelque part montré ses limites dans ce cas particulier. Les éléments de nature financière étaient largement anticipés des deux côtés. La dégradation de la crise souveraine, l’augmentation du gap de liquidité, les actions possibles des agences de notations: Dexia et la BNB s’y sont graduellement préparés, le groupe en accélérant autant que possible — mais en restant au maximum dans le carcan de la vision unitaire — le processus de *deleveraging* financier et opérationnel, tandis que le régulateur préparait les mesures conservatoires permettant d’assurer un démantèlement ordonné. Mais les éléments de nature plus qualitative, comme le déchaînement des passions autour du groupe, la détérioration inexorable et finalement irréversible de l’image de Dexia auprès de la clientèle de la banque: auraient pu faire l’objet de davantage d’attention, moins au niveau des indicateurs quantitatifs que de l’analyse qualitative. Il est plus que vraisemblable que de nombreuses personnes au sein de la CBFA, puis du CREFS, puis de la BNB en ont été conscients, de même que de très nombreux membres du groupe — principalement au sein de la banque, mais pas nécessairement uniquement là — ont ressenti le besoin d’une séparation plus claire des images de DSA et de DBB. Toujours est-il que ces préoccupations n’ont pas amené à des mesures conservatoires fortes, ni d’un côté, ni de l’autre, avant qu’il ne soit trop tard et que le démantèlement ne se fasse dans la douleur et l’urgence.

Force est de constater que la structure de l’actionariat privé et public ne pouvait pas jouer convenablement son rôle rassurant et apaisant dans le contexte du développement de la crise souveraine. Les actionnaires privés étaient affaiblis à cause de l’opération de 2008 et avaient donc perdu leur pouvoir de persuasion auprès des marchés. Les actionnaires publics n’ont pas donné les impulsions décisives pour sauver Dexia de l’impasse. L’analyse de leurs motivations semble indiquer que l’État belge n’en avait pas nécessairement l’intérêt direct, tandis que l’État français n’a pas imposé son autorité aux différentes entités qu’il contrôle, directement ou indirectement, pour assurer durablement l’intégrité du groupe en mettant partiellement à l’abri les structures de financement des collectivités locales françaises.

In dat specifieke geval heeft het “klassieke” prudentieel toezicht enigszins zijn begrenzingen getoond. Op de financiële aspecten van de crisis waren beide partijen terdege voorbereid. Op de uitbreiding van de staats-schuldcrisis, de verhoging van het liquiditeitstekort, de mogelijke reacties van de ratingbureaus hebben Dexia en de NBB zich in toenemende mate voorbereid; bovendien heeft de groep — altijd met oog voor het geheel — zo veel mogelijk vaart gemaakt met de financiële en operationale *deleveraging*, terwijl de toezichthouder de bewarende maatregelen voor een geordende ontmanteling voorbereidde. Daarentegen had meer aandacht kunnen worden besteed aan de meer kwalitatieve aspecten, zoals de hoog oplopende emoties in verband met de groep en de onverbidelijke en uiteindelijk onomkeerbare teloorgang van het imago van Dexia bij de clientèle van de bank; het ging dus niet zozeer mis op het niveau van de kwantitatieve indicatoren, als wel bij de kwalitatieve analyse. Meer dan waarschijnlijk zijn heel wat mensen bij de CBFA, vervolgens bij het CSRSFI en daarna bij de NBB zich daarvan bewust geweest, net zoals de meeste leden van de groep — vooral maar niet noodzakelijk alleen bij de bank — hebben aangevoeld dat een duidelijker onderscheid moest worden gemaakt tussen het imago van DSA en DBB. Desondanks hebben die bekommelingen bij de ene noch de andere geleid tot ingrijpende bewarende maatregelen voordat het te laat was en de ontmanteling zich alleen nog met een pijnlijke spoedingreep kon voltrekken.

Men kan niet om de vaststelling heen dat, tegen de achtergrond van een almaar uitdijende soevereine schuldcrisis, de structuur van het particuliere en openbare aandeelhouderschap zijn geruststellende en kalmerende rol niet ten volle heeft kunnen spelen. De particuliere aandeelhouders waren al verzwakt na de operatie van 2008 en hadden dus niet langer dezelfde overredingskracht bij de markten. De overheidsaandeelhouders hebben niet de juiste impulsen gegeven om Dexia uit de impasse te halen. Onderzoek van hun beweegredenen lijkt uit te wijzen dat de Belgische Staat daar geen direct belang bij had, terwijl de Franse Staat zich tegenover de diverse entiteiten onder zijn directe of indirecte hoede niet op zijn gezag heeft laten voorstaan om de integriteit van de groep blijvend te vrijwaren door de structuren waarmee de Franse lokale openbare besturen worden gefinancierd, gedeeltelijk uit de wind te zetten.

CHAPITRE 8

Analyse globale

La structure bilantaire et opérationnelle de Dexia SA héritée de la recapitalisation de 2008 ne pouvait vraisemblablement pas lui permettre de survivre en conservant l'intégrité de ses quatre piliers DBB – DCL – DBL – Denizbank compte tenu de la manière dont la crise souveraine s'est développée et dont elle a été gérée par le groupe.

Ce constat synthétique présente cependant de nombreuses facettes. On peut se poser deux grandes catégories de questions auxquelles les sections précédentes ont tenté d'apporter des éléments de réponse:

- Était-il opportun de tenter de conserver l'intégrité du groupe? Dans l'affirmative, y avait-il une alternative à la manière dont cette intégrité a été maintenue? À partir du moment où le constat était fait que l'intégrité ne pouvait ou ne devait plus être maintenue, a-t-on agi de manière à ce que le démantèlement se fasse dans les meilleures conditions possibles?

- Dans le processus, peut-on identifier des erreurs ou des fautes? Sont-elles volontaires ou non? À qui seraient-elles imputables?

Aucune de ces questions n'admet de réponse simple. Voici ce qui ressort des développements qui précèdent.

1. La question de l'intégrité du groupe

Le choix de conserver l'intégrité du groupe ne paraît pas avoir été l'élément principal expliquant la situation dans laquelle Dexia s'est trouvé au cours de la première semaine d'octobre 2011. Par contre, la manière dont cette intégrité a été préservée peut être mise en question.

1.1 L'opportunité de conserver cette intégrité

En premier lieu, le fait de conserver les principales entités opérationnelles a été concomitant avec le processus de *deleveraging*, qui s'est accéléré à partir de mai 2011. La taille du bilan a été réduite suivant deux priorités: (1) cessions des entités opérationnelles périphériques et problématiques, et (2) cession des actifs financiers les moins liquides (ABS/MBS, papier bancaire). Dexia a donc privilégié une logique de réduction de périmètre suivant des cercles concentriques, mettant d'abord l'effort sur des éléments plus difficiles à revendre car mettant le groupe le plus en risque, en

HOOFDSTUK 8

Totaalanalyse

De balans- en operationele structuur van Dexia nv als gevolg van de herkapitalisering van 2008 stelde de groep waarschijnlijk niet in staat te overleven en tegelijk zijn vier pijlers (DBB, DCL, DBL en Denizbank) volledig te behouden, rekening houdend met de manier waarop de staatsschuldcrisis zich heeft ontwikkeld en hoe de groep die crisis heeft aangepakt.

Achter die samenvattende vaststelling gaan echter tal van facetten schuil. De vragen die men zich kan stellen, en waarop in de voorgaande onderdelen pogingen tot antwoord zijn geformuleerd, kunnen in twee grote categorieën worden opgedeeld:

- Was het opportuun de groep volledig te willen behouden? En zo ja, kon die eenheid dan op een andere manier worden gehandhaafd? Toen bleek dat de eenheid niet meer kon of niet meer moest worden bewaard, heeft men dan zo gehandeld dat de ontmanteling in optimale omstandigheden zou verlopen?

- Zijn er tijdens het hele verloop vergissingen of fouten begaan? Werden die bewust gemaakt of niet? Aan wie zijn ze toe te schrijven?

Geen enkele van die vragen is eenvoudig te beantwoorden. Dat moge blijken uit de beschouwingen die voorafgaan.

1. De eenheid van de groep

De keuze om de groep volledig te behouden lijkt niet de hoofdfactor te zijn geweest die tot de situatie heeft geleid waarin Dexia zich in de eerste week van oktober 2011 bevond. Wel kunnen vragen worden gesteld bij de manier waarop men dat wou doen.

1.1 De opportuniteit van het bewaren van die eenheid

Vooreerst viel het behouden van de belangrijkste operationele entiteiten samen met het proces van *deleveraging*, dat vanaf mei 2011 in een stroomversnelling is geraakt. De balansomvang werd verminderd, waarbij twee prioriteiten werden gehanteerd: (1) overdracht van de perifere en problematische operationele entiteiten, en (2) overdracht van de minst liquide financiële activa (ABS/MBS, bancaire waardepapieren). Dexia heeft dus gekozen voor een inkrimping van zijn perimeter op basis van concentrische cirkels: eerst kwamen de onderdelen aan de beurt die moeilijker te verkopen wa-

convergeant progressivement vers les éléments de plus en plus sains afin de ne conserver, *in fine*, que des actifs de meilleure qualité.

Cette vision, au demeurant cohérente, a négligé deux aspects qui ont eu leur importance dans la crise: (i) la contribution décisive qu'auraient pu avoir les cessions de Crediop, Sabadell et *Dexia Municipal Agency* (DMA) pour assainir la situation que présentait Dexia en octobre 2011, et (ii) l'intérêt qu'aurait pu constituer la réduction de taille de bilan "tous azimuts", en ce compris la réduction liée au papier de bonne qualité que constituait la dette souveraine à moyen et long terme. Outre le fait que cela aurait permis d'éviter une partie de l'exposition — ce qui pouvait difficilement, on peut le concéder, être prévu avec précision — cela aurait au moins eu deux vertus: celle de remplacer des actifs éligibles par du cash "sonnant et rébuchant" en éliminant des positions au bilan et les couvertures au hors-bilan, et celle de se mettre éventuellement à l'abri d'une réplique de la crise de 2008 qui aurait pu frapper au niveau des émetteurs souverains.

Secundo, l'équilibre entre les différentes entités voulu par le management, consistant à rationaliser le fonctionnement de DBB, réduire la voilure de DCL et renforcer le développement de Denizbank, ne s'est pas fait sans frictions. Normalement, de telles tensions sont attendues dans le cadre d'un processus de rationalisation. Mais les effets pervers sur l'extérieur ont sans doute été négligés: la posture de DBB et de ses *stakeholders* (l'opinion à travers la presse, puis les clients) a porté préjudice à la base de dépôts du groupe, et par ricochet à sa viabilité lorsque la crise a éclaté. Contrairement à ce que croyaient les observateurs extérieurs à DBB — y compris les Français qui siégeaient au conseil d'administration du groupe et leurs mandants — la situation a à ce point dégénéré que la solution voulue par Dexia, à savoir un démantèlement partiel et organisé assorti de garanties, s'est avéré impraticable dans l'urgence. Les retraits massifs des particuliers, entreprises et institutions des filiales belge et luxembourgeoise auraient pu être largement réduits si une souplesse plus grande avait été conservée en matière de préservation de l'identité de DBB et DBL, au prix de la conservation de ce que d'aucuns ont appelé des "baronnies". C'était peut-être effectivement le prix à payer pour assurer la pérennité d'un groupe

ren omdat ze voor de groep het meest risico inhielden, waarna geleidelijk werd overgegaan tot de gezondere onderdelen, om uiteindelijk alleen nog kwalitatief goede activa te behouden.

Die visie, die voor het overige van samenhang getuigt, houdt geen rekening met twee aspecten die bij de crisis een belangrijke rol hebben gespeeld: (i) de beslissende bijdrage die de overdracht van Crediop, Sabadell en *Dexia Municipal Agency* (DMA) had kunnen leveren om de toestand van Dexia in oktober 2011 opnieuw gezond te maken, en (ii) het belang dat de inkrimping van de balansomvang, op alle vlakken, had kunnen hebben, ook als die inkrimping zou slaan op kwalitatief hoogstaand papier (staatsobligaties op middellange en lange termijn). Niet alleen had zulks de blootstelling deels kunnen beperken — wat, toegegeven, moeilijk met zekerheid kon worden voorspeld —, het zou nog minstens twee andere voordelen hebben gehad: de vervanging van in aanmerking komende activa door cash "in klinkende munt", doordat posities op de balans en het onderpand op de posten buiten balans zouden worden weggewerkt, en de mogelijke bescherming tegen een heruitgave van de crisis van 2008 die de emittenten van staatspapier had kunnen treffen.

Voorts is het door het management nagestreefde evenwicht tussen de diverse entiteiten, dat erin bestond de werking van DBB te rationaliseren, de perimeter van DCL te beperken en de ontwikkeling van Denizbank te versterken, niet zonder slag of stoot tot stand gekomen. Dergelijke spanningen maken doorgaans dan wel deel uit van elk rationaliseringsproces, wellicht werd te weinig rekening gehouden met de nevenschade voor de buitenwereld: de houding van DBB en zijn *stakeholders* (de via de pers beïnvloede publieke opinie en vervolgens het bankklienteel) heeft de depositobasis van Dexia groep ondermijnd en bedreigde van de weeromstuit de groep in zijn voortbestaan toen de crisis toesloeg. In tegenstelling tot wat de externe waarnemers van DBB (en ook de Fransen in de raad van bestuur van Dexia groep en hun mandatarissen) dachten, ontaardde de situatie dermate dat de door Dexia gewenste oplossing — een gedeeltelijke en ordentelijke ontmanteling, mét waarborgen — onmogelijk met spoed uit te voeren bleek. Het feit dat particulieren, ondernemingen en instellingen massaal geld wegtrrokken uit de Belgische en de Luxemburgse dochterondernemingen had veel meer binnen de perken kunnen blijven als men in verband met het behoud van de identiteit van DBB en DBL een grotere soepelheid aan de dag had gelegd; omgekeerd

dont l'assemblage ne correspondait plus à une logique volontaire de ses membres, jusqu'à ce qu'une solution moins précipitée soit trouvée.

On peut donc conclure que le groupe n'était pas intrinsèquement pérenne, car la distance entre les piliers belgo-luxembourgeois, français, et turc était devenue trop grande et leur réconciliation trop ardue. En forçant le groupe à paraître comme un tout cohérent, plutôt qu'en organisant de manière progressive une déconsolidation opérationnelle, Dexia ne se trouvait pas en position de limiter les dégâts dans le cadre du *bank run* qui s'est produit à partir de la deuxième décennie de septembre.

1.2 Les conditions du démantèlement

Partons, dans cette logique, du point de vue selon lequel le gap de liquidité de Dexia ne puisse plus jamais être résorbé sans aide extérieure: le communiqué de Moody's, dans ce cadre, n'est que le déclencheur d'une crise inévitable au terme d'un processus qui, à un moment donné, est devenu inéluctable.

Il faut se reporter aux mois de mai et juin 2011 pour identifier les moments où des acteurs extérieurs se sont penchés sur l'éventualité d'un démantèlement: en mai pour la SFPI, en juin pour la BNB. Il ne s'agissait alors que de scénarios ayant un objectif particulier: assurer la continuité de la branche bancaire belge, pour des raisons économiques (pour l'État belge) et/ou systémiques (pour la BNB). Ces scénarii ne correspondaient pas à la vision de Dexia SA lui-même. La priorité mise à la vente des FP garantis, l'impossibilité ressentie de revendre Crediop et Sabadell, la réticence à se séparer d'autres filiales opérationnelles (Denizbank, DBL, DAM), la non-prise en compte précoce de la possibilité d'adosser DMA: tout cela a amené le management à proposer d'abord la cession de DIB — inacceptable pour la Commission européenne et l'État belge — puis, tardivement, à accepter l'augure d'un démantèlement rapide à partir de la fin de l'été.

Les doléances des responsables de DBB, se plaignant à plusieurs reprises du désamour de la clientèle

zouden wel de "baronieën" waarvan sommigen hebben gesproken, overeind zijn gebleven. Misschien was dat inderdaad de prijs die, in afwachting van een minder inderhaast uitgewerkte oplossing, moest worden betaald om het voortbestaan te vrijwaren van een groep waarvan de samenstelling niet langer beantwoordde aan de vrijwillige logica van zijn leden.

Men kan dus besluiten dat het voortbestaan van Dexia groep intrinsiek niet gewaarborgd was, aangezien de afstand tussen de Belgisch-Luxemburgse, de Franse en de Turkse pijler te groot was geworden en de toenadering tussen die pijlers een lastige klus geworden was. Doordat de groep werd gedwongen als een coherent geheel naar buiten te treden in plaats van geleidelijk werk te maken van een operationele deconsolidatie, was Dexia niet bij machte de schade te beperken toen in de periode van 10 tot 20 september 2011 de *bankrun* werd ingezet.

1.2 Omstandigheden van de ontmanteling

Als conform die logica wordt uitgegaan van de veronderstelling dat het liquiditeitstekort van Dexia nooit had kunnen worden aangezuiverd zonder externe hulp, dan is het communiqué van Moody's slechts de trigger geweest van een onvermijdelijke crisis die zich voordeed na een op een bepaald ogenblik al even onomkoopbaar proces.

Om vast te stellen wanneer externe actoren de mogelijkheid van een ontmanteling daadwerkelijk in overweging hebben genomen, moeten we teruggrijpen naar 2011, meer bepaald de maand mei, in het geval van de FPIM, en de maand juni, in het geval van de NBB. Daarbij ging het slechts om scenario's met een welomschreven doel: het voortbestaan van de Belgische bancaire tak vrijwaren om economische redenen (Belgische Staat) en/of wegens de systeemrisico's (NBB). Die scenario's pasten niet in de visie van Dexia NV zelf. Omdat prioritair werd gemikt op de verkoop van de gewaarborgde FP-activiteiten, het als onmogelijk werd aangevoeld Crediop en Sabadell te verkopen, het afstoten van andere operationele dochterondernemingen (Denizbank, DBL, DAM) intern veel weerstand opriep en de aanhechting van DMA niet tijdig in overweging werd genomen, werd het management er eerst toe aangezet de verkoop van DIB voor te stellen — wat voor de Europese Commissie en de Belgische Staat onaanvaardbaar was —, waarna het vervolgens (en te laat) alleen nog kon instemmen met het opdoemende scenario van een snelle ontmanteling vanaf het einde van de zomer.

De smeekbedes van het management van DBB, dat herhaaldelijk klaagde over het feit dat de Dexia-clientèle

de Dexia et des conséquences en matière de dépôts, n'ont pas été suffisamment efficaces. L'image de la banque est restée collée à celle du groupe, contre toute logique qui aurait voulu qu'au début du mois de septembre, au plus tard, des mesures concrètes soient prises pour prévenir le *bank run*. Sans vouloir réécrire l'histoire, il paraît évident a posteriori qu'un événement de crédit qui aurait asséché le financement *wholesale* de Dexia aurait simultanément provoqué une panique au niveau des déposants et retiré rapidement une grosse partie du financement stable du groupe.

Les témoignages démontrent que tous les acteurs ont été pris de cours par le *bank run*. Pourtant, il se présente bel et bien dans le "*red downgrade scenario*" stress-testé par Dexia et communiqué à la BNB. Alors, comment expliquer la relative précipitation avec laquelle le démantèlement a eu lieu?

— Le sens de l'urgence n'était pas partagé par tous. Seuls ceux qui y avaient un intérêt avaient activement préparé l'extraction en urgence de DBB du périmètre du groupe.

— L'intérêt des actionnaires de Dexia était, dans le cadre d'un démantèlement, de conserver coûte-que-coûte DBB dans le périmètre du groupe le plus longtemps possible afin d'éviter que DSA ne devienne de facto une *bad bank* (soit en revendant les actifs à problème dans une structure contrôlée par les actionnaires, soit en extrayant les actifs sains de la structure existante, solution finalement adoptée).

2. La question des responsabilités

Dans cette synthèse, on distingue le management des autres acteurs.

2.1 Le management

Le rôle du management dans la manière dont Dexia a traversé la crise souveraine a été analysé en détail dans les chapitres précédents. Il en ressort les enseignements suivants:

— Le management de Dexia, mené par le tandem Mariani-Dehaene, a fait preuve d'un volontarisme affirmé pour extraire le groupe de sa position héritée en 2008. Le processus de *deleveraging* et de cessions d'entités opérationnelles a été globalement conforme,

de la banque de rug toekeerde en over de gevolgen voor de deposito's, kregen onvoldoende gehoor. Het imago van de bank bleef vastkleven aan dat van de groep, zulks tegen alle logica in; normaal hadden immers uiterlijk begin september concrete maatregelen moeten worden genomen om de *bank run* te voorkomen. Zonder de geschiedenis te willen herschrijven, lijkt het achteraf voor de hand te liggen dat een kredietgebeurtenis die de *wholesale*-financiering had doen drooggevalen, tegelijkertijd paniek zou hebben veroorzaakt bij de depositogevers en er spoedig toe zou hebben geleid dat een groot deel van de stabiele financiering van de groep wegvloede.

De getuigenissen tonen aan dat alle betrokken partijen werden verrast door de *bank run*, die nochtans wel degelijk aan bod kwam in het *red downgrade scenario* van de door Dexia uitgewerkte en aan de NBB ter kennis gebrachte stresstest. Hoe valt dan de betrekkelijke haast te verklaren waarmee de ontmanteling heeft plaatsgehad?

— Het gevoel van urgentie werd niet door iedereen gedeeld. Alleen degenen die er belang bij hadden, hadden actief de inderhaast doorgevoerde onttrekking van DBB aan de perimenter van de groep voorbereid.

— In het kader van een ontmanteling hadden de Dexia-aandeelhouders er belang bij DBB kost wat kost zo lang mogelijk binnen de perimenter van de groep te handhaven, zodat DSA niet *de facto* een *bad bank* werd (hetzij door de verkoop van probleemactiva binnen een door de aandeelhouders gecontroleerde structuur, hetzij door de gezonde activa aan de bestaande structuur te onttrekken — uiteindelijk werd voor die laatste oplossing gekozen).

2. Het vraagstuk van de verantwoordelijkheden

In deze synthese wordt het management onderscheiden van de andere actoren.

2.1 Het management

De rol van het management bij de manier waarop Dexia de staatsschuldencrisis heeft doorgemaakt, is gedetailleerd geanalyseerd in de vorige hoofdstukken. Daaruit kunnen de volgende leringen worden getrokken.

— Het management van Dexia, onder leiding van de tandem Mariani-Dehaene, heeft openlijk van volontarisme blijk gegeven om de groep te verlossen van de uit 2008 overgeërfde positie. Het proces met het oog op *deleveraging* en de overdracht van operationele

et sur certains aspects en avance, sur le plan approuvé par la Commission européenne en février 2010.

— Au niveau opérationnel, l'équipe de gestion est parvenue à lire avec une faculté d'anticipation les développements (négatifs) sur les marchés financiers, malgré les réticences de certains administrateurs.

— L'effort de centralisation et de rationalisation a permis de résoudre un certain nombre d'anomalies dans l'organisation et la structure de bilan de Dexia, ce qui a réduit le profil de risque du groupe et en a amélioré l'efficacité.

Malheureusement, le démantèlement a eu lieu, et il a été très douloureux pour le groupe au niveau financier, humain et organisationnel. Comme on l'a vu ci-dessus, nous arrivons à la conclusion qu'il n'était vraisemblablement pas évitable dans la configuration qu'avait gardée le groupe. Le management a, d'après l'analyse, commis des erreurs qui ont rendu ce processus de démantèlement plus difficile:

1. Au niveau de la communication intérieure, le style de management amené par la nouvelle équipe n'était pas adapté à la réalité de terrain à laquelle le groupe était confronté. La position de DBB était affaiblie, mais les mesures de redressement intégrées dans le plan de transformation ont manifestement induit des externalités qui se sont avérées très négatives lorsque Dexia s'est trouvé en difficulté. La confrontation larvée entre le groupe, la banque et la filiale d'assurances, ainsi que la discipline de groupe "envers et contre tout" ont amené à ce qu'il y ait des discontinuités importantes dans les relations intra-groupes, et une perte de valeur *in fine*. Notamment, à un moment donné, il y a un problème d'image qui peut s'installer lorsque le monde extérieur commence à confondre le groupe et la banque.

2. Au niveau de la communication externe, certaines relations se sont manifestement abîmées avec plusieurs acteurs importants pour le destin du groupe: les agences de notation (surtout Moody's), la Commission européenne, l'État belge, la presse et, finalement, l'opinion publique. Seules les relations avec les régulateurs sont, semble-t-il, restées de bonne qualité tout le long de la crise, en tout cas jusqu'en août. Or, comme Dexia ne vivait pas en autarcie pendant cette période, l'impact que pouvait avoir la perception du groupe à l'extérieur aurait dû être davantage pris en compte. On peut stigmatiser ici en particulier les conséquences néfastes de la réputation médiocre que Dexia s'est faite auprès des épargnants belges, du *case team* de la Commission européenne, et d'au moins une agence de notation. L'ensemble de ces forces a amené à ce que le soutien

entiteiten gebeurde in grote lijnen op conforme wijze, en liep in bepaalde opzichten voorop op het plan dat de Europese commissie in februari 2010 goedkeurde.

— Op operationeel vlak is het beheersteam er in geslaagd vooraf de (ongunstige) ontwikkelingen op de financiële markten in te schatten, ondanks de weerstand van sommige bestuurders.

— Dankzij de centralisatie- en rationalisatie-inspanningen konden een aantal tekortkomingen worden weggewerkt inzake de organisatie en de balansstructuur van Dexia, hetgeen het risicoprofiel van de groep verminderde en de doelmatigheid ervan verhoogde.

Helaas heeft de ontmanteling wel degelijk plaatsgehad, en ze was voor de groep bijzonder pijnlijk op financieel, menselijk en organisatorisch vlak. Zoals hierboven is aangegeven, leidt dit tot de conclusie dat die ontmanteling waarschijnlijk niet te voorkomen viel in de configuratie die de groep had behouden. Het management heeft, volgens de verrichte analyse, fouten begaan die het ontmantelingsproces hebben bemoeilijkt:

1. Op het stuk van interne communicatie was de door het nieuwe team ingevoerde managementstijl niet afgestemd op de realiteit in het veld waarmee de groep werd geconfronteerd. De positie van DBB was verzwakt, maar de in het hervormingsplan opgenomen relancemaatregelen hebben kennelijk externe factoren uitgelokt die uitermate ongunstig zijn gebleken toen Dexia in moeilijkheden raakte. De verholen confrontatie tussen de groep, de bank en de verzekeringsdochter, alsmede de kadaverdiscipline in de groep, hebben geleid tot forse hiaten in de betrekkingen binnen de groep en tot waardeverlies *in fine*. Meer bepaald kan op een gegeven ogenblik een imago probleem ontstaan, wanneer de buitenwereld de groep en de bank met elkaar begint te verwarren.

2. Wat de externe communicatie betreft, zijn bepaalde betrekkingen met verschillende voor het lot van de groep belangrijke actoren kennelijk danig bekoeld. Het gaat om de ratingagentschappen (vooral Moody's), de Europese Commissie, de Belgische Staat, de pers en ten slotte de publieke opinie. Blijkbaar zijn alleen de betrekkingen met de regulatoren tijdens de hele duur van de crisis en in ieder geval tot augustus van goede kwaliteit gebleven. Doordat Dexia tijdens die periode niet zomaar een eigen koers kon varen, had men beter rekening moeten houden met de weerslag die de perceptie van de groep naar buiten toe kon hebben. Hier kan meer bepaald worden gewezen op de nefaste gevolgen van de matige reputatie die Dexia had gekregen bij de Belgische spaarders, bij het *case team* van de Europese Commissie en bij minstens één ratingagentschap. Al

du public, des autorités et des leaders d'opinion sur les marchés se soit flétri à un moment donné.

3. Au niveau de la gestion du bilan de Dexia, on peut regretter que la priorité n'ait pas été mise davantage sur la réduction de la taille du groupe sur deux aspects: (1) le périmètre opérationnel — au niveau des cessions d'entités importantes, le management n'a pas été assez volontariste, notamment sur Crediop, Sabadell et DMA, et (2) la vitesse de réduction du portefeuille obligataire souverain.

Il ne s'agit pas ici de stigmatiser une faute, car l'on ne peut raisonnablement reprocher au management dans ce cadre que de ne pas avoir prévu avec suffisamment de précision le degré de gravité qu'allait avoir la crise et sa vitesse de propagation. Cependant, il paraît opportun de considérer certains principes, qui peuvent sembler quelque peu théoriques à première vue, mais dont la pertinence est une fois de plus évidente dans le cadre du dossier Dexia:

- Les actifs les plus liquides sont... le liquide. Le fait d'avoir gardé de la dette souveraine en portefeuille, alors que celle-ci était vendable, se comprenait dans l'hypothèse de garder du collatéral et d'assurer une certaine rentabilité. Cependant, la revente de ces obligations, dont il faut tout de même rappeler que l'échéance était supérieure à un an pour une proportion importante de ce papier, mettait Dexia moins à risque. La réalité est que Dexia voulait garder un papier à la fois liquide et rentable, mais il n'y a pas de repas gratuit: il subsistait un risque de taille de bilan, et chaque actif à long terme contenait un risque potentiel.

- Il faut tout considérer dans le processus de *deleveraging* opérationnel, même les options les plus saugrenues. La cession de DMA aurait sans doute été une idée digne d'intérêt, et méritait d'être considérée plus tôt.

4. Au niveau de la stratégie globale, le management et la présidence du conseil d'administration ont été alignés sur un seul et unique objectif: assurer l'intégrité du groupe jusqu'à l'expiration du plan de la Commission européenne.

Ce choix stratégique a induit des effets de "fuite en avant" dans le processus qui, *in fine*, ont eu deux conséquences néfastes:

- le sentiment que l'équipe dirigeante d'après 2008 a pris des décisions qui ont finalement conduit à augmenter les coûts du démantèlement, notamment à cause

die krachten hebben ervoor gezorgd dat de steun van het publiek, van de overheden en van de opiniemakers op de markten op een bepaald moment begon te tanen.

3. In verband met het balansbeheer van Dexia kan men betreuren dat niet meer voorrang werd gegeven aan de vermindering van de omvang van de groep in twee opzichten: (1) de operationele perimenter — het management is niet voluntaristisch genoeg geweest op het stuk van de overdrachten van belangrijke entiteiten, onder meer inzake Crediop, Sabadell en DMA —, en (2) de snelheid waarmee de soevereine obligatieportefeuille werd afgebouwd.

Het gaat er hier niet om een fout aan de kaak te stellen, want redelijkerwijs kan men het management in dat kader alleen verwijten dat het de ernst van de crisis en de snelheid waarmee ze zich zou uitbreiden, onvoldoende accuraat heeft ingeschat. Het lijkt ons echter passend kort bepaalde principes in herinnering te brengen die op het eerste gezicht enigszins theoretisch kunnen overkomen, maar waarvan de relevantie eens te meer voor de hand ligt in het kader van de Dexia-dossier:

- De meest liquide activa zijn ... de liquiditeiten. Het feit dat men de soevereine schuld in portefeuille heeft gehouden, terwijl die verkoopbaar was, was begrijpelijk in de veronderstelling dat onderpand werd aangehouden en dat men een zekere rentabiliteit wilde waarborgen. De verkoop van die obligaties, die voor een groot deel meer dan een jaar later vervielen, hield niettemin voor Dexia een minder groot risico in. In werkelijkheid wilde Dexia zowel liquide als rendabel papier behouden, maar voor wat hoort wat: er bleef een risico van balansomvang en ieder actief op lange termijn hield een potentieel risico in.

- In het proces van operationele *deleveraging* moet alles in ogenschouw worden genomen, zelfs de meest buitenissige opties. DMA zou wellicht een idee geweest zijn dat aandacht verdiende en dat men vroeger in overweging had moeten nemen.

4. Wat de algemene strategie betreft, focusten het management en het voorzitterschap van de raad van bestuur op één enkele doelstelling: zorgen voor de integriteit van de groep tot het plan van de Europese Commissie verstreken was.

Die strategische keuze heeft gezorgd voor een "vlucht naar voren" in het proces, die *in fine* twee nefaste gevolgen heeft gehad:

- de indruk dat het leidend team van na 2008 beslissingen heeft genomen die uiteindelijk hebben geleid tot het verhogen van de ontmantelingskosten, onder meer

de (i) l'approfondissement des transferts financiers entre DBB et DCL qui doivent être ensuite dénoués; (ii) la centralisation de plusieurs fonctions qui ont dû être douloureusement séparées depuis octobre 2011. À cet égard, la tentative de transfert du portefeuille d'obligations japonaises, bloquée par la CBFA, est symptomatique de la logique de groupe poursuivie: seul le tout était important; les parties n'étant que des contributeurs à l'objectif;

- le désalignement progressif des intérêts du groupe avec celui de ses filiales, car les efforts produits pour les aligner l'ont été en dépit des différences culturelles, du vécu historique et des intérêts des parties prenantes extérieures. Les efforts ont été vains parce que cet alignement a été vécu de manière artificielle. Du reste, MM. Mariani et Dehaene ont pris conscience de cet écart qui s'accroissait en 2011, mais le conseil d'administration a maintenu le même cap, comme en témoigne la constance dans l'image de groupe projetée et les choix de cessions orientées vers la revente de l'entité la moins docile et la moins essentielle (DIB).

2.2 Les autres acteurs

Il faut ensuite reconnaître que de nombreux acteurs extérieurs au management de Dexia ont jeté, volontairement ou non, de l'huile sur le feu, ce qui *in fine* aura coûté énormément à la collectivité.

2.2.1 Les équipes dirigeantes précédentes

Le faisceau convergent de constatations effectuées par la commission spéciale chargée d'examiner la crise "bancaire et financière" (2009), ainsi que lors de la mission tripartite effectuée par le *Core Supervisory College* en 2009, charge clairement la manière dont Dexia a développé sa stratégie et l'a contrôlée opérationnellement avant la crise de 2008. Si des erreurs du management actuel de Dexia peuvent être mises en évidence, elles seraient sans conséquence funeste si le groupe n'avait pas été intrinsèquement en très grande difficulté au moment de son sauvetage d'octobre 2008.

Il serait donc injuste, sous prétexte que le faisceau de ce rapport est principalement dirigé sur la période 2008-2011, de ne pas reconnaître l'importance des responsabilités préalables dans le désastre.

door (i) de uitdieping van de financiële transfers tussen DBB en DCL, die vervolgens moeten worden ontward; (ii) de centralisatie van verschillende functies die vanaf oktober 2011 op pijnlijke wijze moesten worden gescheiden. In dat opzicht is de door de CBFA geblokkeerde poging om de portefeuille van Japanse obligaties over te dragen symptomatisch voor de gevolgde groepslogica: alleen het geheel was belangrijk; de delen dienden alleen als middelen om de doelstelling te bereiken.

- het feit dat de belangen van de filialen en die van de groep geleidelijk van elkaar zijn gaan verschillen. De inspanningen om ze op elkaar af stemmen, werden gedaan in weerwil van de culturele verschillen, van het verleden en van de belangen van de externe belanghebbenden. Die inspanningen zijn vruchteloos geweest omdat die afstemming als kunstmatig werd ervaren. Voor het overige zijn de heren Mariani en Dehaene zich bewust geworden van die kloof die in 2011 toegenomen is. De raad van bestuur is echter dezelfde koers blijven varen, zoals blijkt uit de onveranderlijkheid van het uitgedragen imago van de groep en uit de keuzes van overdrachten die gericht waren op de verkoop van de minst volgzame en minst essentiële entiteit (DIB).

2.2 De overige actoren

Vervolgens moet worden toegegeven dat veel actoren die niet tot het management van Dexia behoorden, al dan niet bewust olie op het vuur hebben gegoten, wat de gemeenschap *in fine* bijzonder duur is komen te staan.

2.2.1 De vorige managementteams

Alle vaststellingen van de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis (2009) en de conclusies van de tripartiete opdracht die in 2009 door het *Core Supervisory College* werd uitgevoerd, zijn ontegenzeggelijk bezwarend voor de wijze waarop Dexia zijn strategie heeft uitgebouwd en daar operationeel toezicht heeft op uitgeoefend vooraleer de crisis van 2008 uitbrak. Het huidige management van Dexia mag dan al fouten hebben gemaakt, het moet gezegd dat die geen noodlottige gevolgen hadden gegenereerd mocht de groep zich niet intrinsiek al in zeer zwaar weer hebben bevonden op het ogenblik dat hij in oktober 2008 moest worden gered.

Het ware dus niet billijk voorbij te gaan aan het belang van de verantwoordelijkheden die het toenmalige management niet heeft genomen in de periode vóór de teloorgang, onder het voorwendsel dat de conclusies van dit rapport voornamelijk betrekking hebben op het tijdvak 2008-2011.

Il est opportun de reprendre dans ce cadre la synthèse du rapport tripartite, qui est plus explicite que ce rapport ne pourrait l'être à cet égard.¹

1. Gouvernance: *Le rapport pose la question de l'information complète du Conseil d'administration et du Comité d'audit par le Comité de direction de Dexia (gestion des risques, non maîtrise de la croissance, FSA,...). Il apparaît que le management a différé des décisions de réduction du risque (gestion ALM, croissance du portefeuille obligataire, liquidité,...). Les réorganisations successives intervenues sur une courte période sont également identifiées comme problématiques.*

2. Gestion de bilan et liquidité: *Le rapport met en avant le déséquilibre résultant du refinancement à court terme de l'actif du bilan (long terme à très long terme), qui s'est révélé lors de l'assèchement brutal du marché interbancaire. Il met en avant une organisation de la gestion du bilan complexe, le fonctionnement de l'ALM et ses outils de reporting n'étant pas satisfaisants. Le rapport fait état de constatations à propos des réactions du comité de direction de Dexia en matière d'appréciation du risque de liquidité.*

3. Portefeuilles obligataires: *Constatation de la forte croissance des portefeuilles PSP et CSP depuis fin 2004. La sensibilité au spread de crédit a augmenté jusqu'à 114,2M/bps. Parallèlement, la réserve AFS liée à ces portefeuilles, positive en juin 2007, est passée progressivement à 1.5 MM fin 2007 et 9.2MM en septembre 2008, conformément au traitement comptable des variations de valeur à la clôture prescrit par les normes IFRS.*

4. FSA: *pendant l'élaboration du rapport, l'activité de rehaussement de crédit a été cédée à Assured Guaranty, Dexia conservant le portefeuille FP. Néanmoins le rapport constate des problèmes de gouvernance et de gestion des risques (trop grande autonomie). Les autres constats principaux sont: degré de leverage très élevé dans le rehaussement (cédé entretemps) et risques de liquidité liés au portefeuille FP notamment en cas de dégradation de la note de FSA (remboursement/collatéralisation des Guaranteed Investment Contracts).*

5. Fonds propres et solvabilité: *sous l'angle prudentiel, Dexia présente un ratio de solvabilité réglementaire (après recapitalisation) élevé. L'écart significatif par rapport aux fonds propres comptables s'explique par*

¹ Extrait de la présentation effectuée par M. Servais lors de son audition devant la commission spéciale "Dexia" le 12 mars 2012.

In dit verband is het opportuun in dit rapport de samenvatting van het tripartiete rapport op te nemen, dat gedetailleerder is dan het voorliggende rapport kan zijn¹.

1. Governance: *In dit rapport rijst de vraag of de raad van bestuur en het auditcomité volledig op de hoogte werden gehouden door het directiecomité van Dexia (risicobeheer, niet-beheersen van de groei, FSA enzovoort). Het management blijkt beslissingen aangaande de risicoafbouw (ALM-beheer, groei van de obligatieportefeuille, liquiditeit enzovoort) te hebben uitgesteld. Ook de opeenvolgende reorganisaties die in een korte tijdspanne werden doorgevoerd, worden als problematisch opgevat.*

2. Balansbeheer en liquiditeit: *In het rapport wordt gewezen op de onbalans die voortvloeide uit de herfinanciering op korte termijn van de activa op de balans (lange tot zeer lange termijn), die aan het licht is gekomen bij de brutale drooglegging van de interbancaire markt. Het rapport laat de complexe organisatie van de balans zien en wijst tevens op de ondermaatse werking van het ALM en van de reportinginstrumenten ervan. De auteurs maken gewag van vaststellingen aangaande de reacties van het directiecomité van Dexia over de inschatting van het liquiditeitsrisico.*

3. Obligatieportefeuilles: *Vastgesteld wordt dat de PSP- en de CSP-portefeuilles sinds eind 2004 sterk groeiden. De kredietspread nam toe tot 114,2 M/basispunt. Tegelijk steeg de aan die portefeuilles gelinkte AFS-reserve, die positief was in juni 2007, geleidelijk tot 1,5 MM eind 2007 en tot 9,2 MM in september 2008, overeenkomstig de krachtens de IFRS-normen vereiste boekhoudkundige verwerking van de waardeschommelingen bij de afsluiting.*

4. FSA: *op het moment dat dit rapport tot stand kwam, werd de kredietverhogingsactiviteit overgedragen aan Assured Guaranty; Dexia behield de financial products-portefeuille. Desondanks wordt in het rapport geconcludeerd dat er problemen rijzen met het bestuur en het risicobeheer (te grote autonomie). Als belangrijke tekortkomingen worden nog geconstateerd: een zeer hoge hefboomwerking bij de (inmiddels overgedragen) kredietverhoging, en liquiditeitsrisico's inzake de financial products-portefeuille, meer bepaald bij een ratingverlaging van FSA (terugbetaling/collateralisering van de Guaranteed Investment Contracts).*

5. Eigen vermogen en solvabiliteit: *uit een prudentieel oogpunt vertoont Dexia een hoge reglementaire solvabiliteitsratio (na herkapitalisatie). Het significante verschil ten opzichte van het boekhoudkundige eigen*

¹ Uittreksel uit de uiteenzetting van de heer Servais in de hoorzitting van de bijzondere commissie Dexia van 12 maart 2012.

la prise en compte de la réserve AFS négative. Le rapport mentionne l'usage des reclassements (et du gel de la réserve AFS liée) autorisés par les IFRS et l'évaluation de l'impact de la cession prévue de FSA. Le rapport reprend enfin certains portefeuilles identifiés par le groupe et qui pourraient s'avérer vulnérables en cas de dégradation économique.

6. Remarque préliminaire du rapport: absence d'information en temps opportun des régulateurs sur des alertes adressées par le département risque au comité d'audit ou au comité de direction (novembre 2006 et mai 2007).

Les manquements constatés sortent donc du cadre strict des erreurs de gestion raisonnables que l'on peut tolérer de la part des organes d'une société financière qui serait gérée, certes de manière dynamique, mais avec discernement et sens des responsabilités.

Il faut noter que le début des difficultés ne coïncide pas avec la nomination de M. Miller à la direction générale du groupe. Le défaut de conception du *business model* date de 1996, lorsque le Crédit Communal a fusionné avec le Crédit Local de France afin de rentabiliser l'excédent de ressources obtenu des dépôts du Crédit Communal en les employant pour financer les collectivités locales françaises. Même si la politique de dilatation du bilan assumée en 2006 n'a pas été aussi explicitement assumée dans la décennie précédente, la croissance des activités de PWB (mais pas seulement, comme le montrent quelques acquisitions opérées durant la période) fut construite en "étirant" le modèle initial, et en utilisant toutes sources de financement à court terme à bon marché (en exploitant la qualité de la signature de Dexia) pour financer des prêts à très long terme, avec des éléments de structuration les rendant davantage rémunérateurs. À cet égard, la structure du bilan de DCL, considérablement plus longue et avec des prêts structurés en plus forte proportion que DBB, démontre que les responsables de DCL et de ses sous-filiales ont largement plus exploité le filon de cette illusion de profitabilité illimitée, et ont fait preuve d'un aventurisme nettement plus marqué que leurs homologues belges.

vermogen is te verklaren door rekening te houden met de negatieve AFS-reserve. Het verslag vermeldt het gebruik van de door de IFRS toegestane herklasseringen (en bevroering van de gekoppelde AFS-reserve) en de evaluatie van de weerslag van de geplande verkoop van FSA. Het verslag neemt tot slot een aantal portefeuilles op die door de groep zijn geïdentificeerd en die kwetsbaar kunnen blijken in geval van economische achteruitgang.

6. Voorafgaande opmerking in het rapport: gebrek aan tijdige informatie aan de regulatoren over waarschuwingen van de afdeling risico aan het audit- of het directiecomité (november 2006 en mei 2007).

De vastgestelde tekortkomingen gaan dus het strikte kader te buiten van de beheersfouten die men redelijkerwijs kan dulden van de kant van de organen van een financiële onderneming die, op dynamische wijze, maar ook met doorzicht en zin voor verantwoordelijkheid zou zijn beheerd.

Aan te stippen valt dat het begin van de moeilijkheden niet samenvalt met de benoeming van de heer Miller bij de algemene directie van de groep. De zwakke plek in het ontwerp van het *business model* dateert van 1996, toen het Gemeentekrediet is gefuseerd met *Crédit Local de France* om het overschot aan middelen uit deposito's van het Gemeentekrediet te rentabiliseren, door ze te gebruiken voor de financiering van de Franse lagere overheden. Zelfs al werd het in 2006 gevoerde beleid van balansvermeerdering in het vorige decennium niet zo nadrukkelijk gevoerd, toch is de groei van de PWB-activiteiten (maar niet uitsluitend, zoals blijkt uit enkele in die periode gedane verwervingen) uitgebouwd door het aanvankelijke model "uit te rekken", en door alle op korte termijn goedkope financieringsbronnen te gebruiken (door de kwaliteit van de Dexia-handtekening te exploiteren) voor de financiering van de leningen op zeer lange termijn, met structurerende elementen die ze nog lonender maakten. In dat opzicht blijkt uit de balansstructuur van DCL, die aanzienlijk langer is en met groter aandeel aan gestructureerde leningen dan bij DBB, dat het management van DCL en de dochterondernemingen ervan de goudader van die illusie van onbeperkte rendabiliteit veel sterker hebben geëxploiteerd, en blijkt hebben gegeven van een onmiskenbaar meer uitgesproken neiging tot haastige en riskante beslissingen dan hun Belgische tegenhangers.

2.2.2 Les groupes de pression interne

L'action du management peut être canalisée par des contre-pouvoirs, ou au contraire renforcée par des coalitions internes à l'entreprise.

2.2.2.1 Le conseil d'administration

Depuis 2008, on ne peut nier une amélioration du fonctionnement du conseil d'administration et de ses comités associés. Néanmoins, visiblement par peur des fuites ou des indiscretions, on peut déplorer que les administrateurs non exécutifs ne puissent pas disposer suffisamment à l'avance de documents importants qui leur permettent de se faire une opinion étayée au moment des conseils. Cela induit un avantage informationnel pour le management et le président du conseil d'administration, qui peuvent donc orienter les décisions de manière plus nette. On peut regretter que le conseil d'administration ne se soit pas davantage affranchi de cette méthode de travail. Il y a certes des exemples où le comité stratégique ou le conseil d'administration a challengé les propositions du management, et l'esprit critique constructif était visiblement présent, mais l'avantage informationnel demeurait dans le camp du tandem Mariani-Dehaene.

Le principal reproche que l'on peut adresser au conseil d'administration de Dexia dans son ensemble est une forme d'aveuglement par rapport aux difficultés que la communication de Dexia en interne et en externe faisait naître vis-à-vis du destin du groupe et des difficultés qu'il allait traverser. L'information était présentée de manière supposément objective, mais elle était évidemment vue sous l'angle du management, et avec son point de vue. Cela se voit principalement sur deux axes: (i) la communication avec la Commission européenne et les régulateurs, desquels le management se plaint à plusieurs reprises d'une certaine forme d'obstructionnisme et de leur caractère tatillon, alors qu'on peut trouver une source des difficultés dans les aspects relationnels et une certaine perception de l'attitude de Dexia vis-à-vis de l'extérieur, et (ii) la prééminence du destin du groupe sur celui de ses constituants, qui est vue comme la seule solution au devenir de Dexia — peu challengé alors qu'une gestion moins directive et centralisée des relations intra-groupes, notamment au niveau de la communication, aurait pu aboutir à un démantèlement moins douloureux.

2.2.2 De interne pressiegroepen

De actie van het management kan door tegenmachten worden gekanaliseerd, of omgekeerd, worden versterkt door coalities binnen de onderneming zelf.

2.2.2.1 De raad van bestuur

Het valt niet te loochenen dat de raad van bestuur en zijn comités sinds 2008 beter zijn gaan werken. Niettemin kan men betreuren dat, duidelijk uit vrees voor lekken of indiscreties, de niet-uitvoerende bestuurders onvoldoende op voorhand kunnen beschikken over belangrijke documenten waarmee zij zich op de raadsvergaderingen een onderbouwde mening kunnen vormen. Dat leidt tot een informatievoordeel voor het management en de voorzitter van de raad van bestuur, die de beslissingen dus duidelijker kunnen sturen. Het is jammer dat de raad van bestuur niet sterker met die handelwijze heeft gebroken. Er zijn zeker voorbeelden waar het beleidscomité of de raad van bestuur de voorstellen van het management heeft betwist, en er was manifest een opbouwende kritische geest aanwezig, maar het informatievoordeel bleef in het kamp van de tandem-Mariani-Dehaene.

Het voornaamste verwijt dat men aan de raad van bestuur van Dexia in zijn geheel kan richten, is een vorm van blindheid voor de moeilijkheden die de communicatie van Dexia intern en extern in de hand heeft gewerkt aangaande het lot van de groep en de moeilijkheden die hij ging doormaken. De informatie werd op zogenaamd objectieve wijze gebracht, maar ze was duidelijk opgevat vanuit het oogpunt van het management en droeg onmiskenbaar zijn stempel. Dat is vooral te merken op twee hoofdlijnen: (i) de communicatie met de Europese Commissie en de reguletoeren, waarbij het management zich herhaaldelijk beklagt over een bepaalde vorm van obstructie die zij voeren en over hun pietluttige karakter, terwijl men de oorsprong van de moeilijkheden kan aantreffen in de relationele aspecten en in een bepaalde perceptie van de houding van Dexia ten opzichte van de buitenwereld, en (ii) het primaat van het lot van de groep boven dat van de samenstellende delen, wat wordt gezien als de enige oplossing voor de toekomst van Dexia — die nauwelijks wordt betwist, terwijl een minder directief en gecentraliseerd beheer van de interne groepen, met name op het gebied van de communicatie, tot een minder pijnlijke ontmanteling zou hebben geleid.

2.2.2.2 Les représentants des actionnaires

On a pointé à plusieurs reprises le rôle des représentants des actionnaires au sein du conseil d'administration de Dexia.

Les actionnaires français, principalement publics, ont largement abondé dans le sens du management. La force de leur carnet d'adresse, notamment afin de hâter les négociations avec la banque Postale ou la CDC, n'a pas joué un rôle très efficace.

Les actionnaires belges ont eu des rôles contrastés. Arco et le Holding Communal arrivaient dans la crise souveraine considérablement fragilisés par l'effort financier réalisé lors de l'augmentation de capital et la concentration de leur portefeuille chez Dexia. Leur principale responsabilité est très clairement liée à leur engagement à l'augmentation de capital. Sur un plan strictement économique, cette décision n'était pas adéquate, car elle contribuait de manière trop importante à les fragiliser, et par ricochet leurs actionnaires ainsi que le groupe Dexia lui-même. L'ensemble des prises de positions des mandataires d'Arco et du Holding communal ont été cohérentes avec leur situation, héritée de leur participation trop massive à l'augmentation de capital. C'est pour ces raisons que le groupe a donné priorité à la rentabilité et à la capacité d'octroyer des dividendes et qu'il a insuffisamment réduit son profil de risque. Même si l'on peut se poser la question de l'efficacité réelle de ce type de lobbying en face du style de management imposé par M. Pierre Mariani. La véritable responsabilité de ces actionnaires réside plutôt dans leur faiblesse économique, qui a joué un rôle important dans le manque de crédibilité de la base actionnariale privée et dans la perte de confiance des marchés.

Les actionnaires publics belges, quant à eux, n'ont pas fait preuve de suffisamment d'organisation par rapport à leur poids économique, et n'ont donc pas influencé la gestion comme ils auraient dû. Circonstance aggravante, l'Élysée avait directement influencé la recomposition des organes en plaçant M. Pierre Mariani à la direction générale en 2008: l'État belge ne pouvait pas ne pas savoir que le gouvernement français aurait donc une influence importante sur la stratégie. Et pourtant, malgré le poids cumulé des gouvernements fédéral et régionaux (notamment également à travers Ethias), la Belgique n'a compté que sur M. Jean-Luc Dehaene pour faire contrepoids à l'influence française. Or, le président du conseil d'administration s'est lar-

2.2.2.2 De vertegenwoordigers van de aandeelhouders

Verschillende malen is gewezen op de rol van de vertegenwoordigers van de aandeelhouders in de raad van bestuur van Dexia.

De Franse — doorgaans publieke — aandeelhouders schaarden zich veelal achter de beslissingen van het management. Zij hebben echter niet efficiënt gebruik kunnen maken van hun nochtans stevige netwerk, bijvoorbeeld toen werd gepoogd de onderhandelingen met de *banque Postale* of de CDC te bespoedigen.

De Belgische aandeelhouders traden in verspreide slagorde op. Arco en de Gemeentelijke Holding kwamen danig afgezwakt in het spel terecht, doordat zij tijdens de staatsschuldencrisis grote financiële inspanningen hadden geleverd met het oog op de kapitaalsverhoging en doordat hun portefeuille bij Dexia geconcentreerd zat. Hun grootste verantwoordelijkheid in dit dossier is zeer duidelijk gelinkt aan hun participatie aan de kapitaalsverhoging. Louter economisch was die beslissing eigenlijk fout. Die beslissing droeg immers in te grote mate bij tot de verzwakking van Arco en de Gemeentelijk Holding, waarbij bij uitbreiding ook hun aandeelhouders en de groep Dexia zelf in de klappen deelden. Alle standpunten van de vertegenwoordigers van Arco en de Gemeentelijke Holding waren in overeenstemming met hun situatie, die het gevolg was van hun veel te grote deelname aan de kapitaalsverhoging. Daarom heeft de groep voorrang gegeven aan winstgevendheid en de capaciteit om dividend uit te keren en heeft zij haar risicoprofiel onvoldoende doen afnemen. De vraag rijst wel of dergelijk lobbywerk doeltreffend kon zijn tegenover de managementstijl die was opgelegd door de heer Pierre Mariani. De echte verantwoordelijkheid van die aandeelhouders moet veeleer worden gezocht in hun economische zwakte, die een belangrijke rol heeft gespeeld in het gebrek aan geloofwaardigheid van de particuliere aandeelhoudersbasis en in het feit dat de markten het vertrouwen verloren.

De Belgische overheidsaandeelhouders dan weer hebben geen blijk gegeven van voldoende organisatie in verhouding tot hun economische gewicht; zij hebben derhalve niet gewogen op het beheer zoals ze hadden moeten doen. Een verzwarende omstandigheid was dat het Élysée rechtstreeks invloed had uitgeoefend bij de hertekening van de samenstelling van de beleidsorganen, toen de heer Pierre Mariani in 2008 de algemene leiding in handen kreeg. De Belgische Staat moest toen wel geweten hebben dat de Franse regering een belangrijke invloed op de beleidskeuzes zou hebben. België heeft echter louter op de heer Jean-Luc Dehaene gerekend om de Franse invloed tegen te gaan, ondanks het samengevoegde gewicht van de federale en de regionale

gement aligné sur les options stratégiques défendues par la direction générale. Il n'y a donc pas eu d'impact équilibré à ce niveau-là. L'enjeu n'est pas neutre, car cela a concrètement signifié que le management de DBB n'a pas pu obtenir un relais fort au niveau du conseil, alors que l'ancrage public belge aurait pu faire infléchir les prises de décision au printemps 2011, lorsque la situation se dégradait manifestement et que la franchise belge était en danger.

2.2.2.3 Les représentants des filiales

Le désaccord en termes d'application du plan de transformation, de l'image de DSA et de DBB, et de la stratégie de soutien des autres activités du groupe dans leur développement (Denizbank) ou leur survie (DCL) est semble-t-il grandissant en 2011. Plusieurs interventions aux niveaux des comités, du conseil du groupe ou même les témoignages de discussions informelles entre membres du conseil de DBB et de DSA en attestent. Pourtant, le top management de DBB manifesterait son impuissance et cela culminerait avec la démission de MM. Xavier De Walque et Stefaan Decraene.

Vu les divergences de vue et leur incapacité à infléchir la stratégie, auraient-ils dû démissionner? Il s'agit d'une décision personnelle et chacun est libre de son propre cheminement personnel et professionnel. Il faut cependant constater que les dommages collatéraux de ces démissions sont importants: (i) perte de confiance des *stakeholders* dans la banque, avec un sentiment d'être orphelins pour les employés et d'être dans un bateau sans skipper pour les clients, et (ii) perte de relais importants au niveau de la direction générale. Le départ de M. Decraene, en particulier, a renforcé l'intégration du groupe alors qu'il fallait sans doute préparer les esprits à découpler de manière plus claire les destins de DBB et de DSA, au moins à partir de l'été 2011.

2.2.3 Les agences de notation

On ne peut pas se départir du sentiment que les agences de notation ont fait preuve d'une légèreté coupable par rapport au pouvoir que leur communication peut avoir sur les marchés financiers. Le processus de notation a été, à certains égards, très questionnable, principalement dans le chef de Moody's. L'inconscience

regeringen (ook via Ethias). Toch heeft de voorzitter van de raad van bestuur grotendeels de lijn gevolgd van de door de algemene leiding voorgestane beleidsopties. Er was dus geen echt evenwichtige invloed op dat niveau. Daarbij stond heel wat op het spel, want een en ander betekent eigenlijk dat het management van DBB geen sterk relais kreeg bij de raad van bestuur, ofschoon de Belgische publieke verankering invloed kon hebben gehad op de besluitvorming in het voorjaar van 2011, toen de situatie duidelijk verslechterde en het Belgische cliënteel in gevaar kwam.

2.2.2.3 De vertegenwoordigers van de dochterondernemingen

Kennelijk nam in 2011 de onenigheid toe omtrent de toepassing van het hervormingsplan, het imago van de NV Dexia en DBB, en de strategie om de andere activiteiten van de groep te steunen in hun ontwikkeling (Denizbank), dan wel in hun overleving (DCL). Daar zijn bewijzen van: diverse interventies in de comités en in de raad van bestuur van de groep, of nog de getuigenissen van informele gesprekken tussen leden van de raad van bestuur van DBB en de NV Dexia. Het topmanagement van DBB zal echter onmachtig blijken, hetgeen nog het meest tot uiting komt met het ontslag van de heren Xavier De Walque en Stefaan Decraene.

Hadden ze dan, gelet op hun onderlinge meningsverschillen en op hun onvermogen om de strategie een andere wending te geven, ontslag moeten nemen? Dat is iets wat iemand persoonlijk moet uitmaken en het staat iedereen vrij zijn eigen persoonlijke en professionele ontwikkeling uit te tekenen. Geconstateerd moet echter worden dat die ontslagen aanzienlijke nevenschade hebben aangericht: (i) verlies van het vertrouwen van de *stakeholders* in de bank, wat de medewerkers van de bank verweesd achterlaat en de klanten het gevoel geeft aan boord te zijn van een zwalpend schip zonder roerganger, en (ii) een verlies van belangrijke tussenpersonen op het niveau van het algemeen bestuur. Vooral het vertrek van de heer Decraene heeft de versmelting van de groep versterkt, terwijl de geesten ongetwijfeld hadden moeten worden voorbereid om de lotsbestemmingen van DBB en DSA duidelijker van elkaar los te koppelen, althans vanaf de zomer 2011.

2.2.3 De kredietbeoordelaars

We kunnen ons niet van het gevoel ontdoen dat de kredietbeoordelaars een schuldige lichtsinnigheid aan de dag hebben gelegd als het erom ging de mogelijke weerslag van hun communicatiebeleid op de markten in te schatten. Het kredietbeoordelingsproces is in sommige opzichten bijzonder betwistbaar gebleken, zeker

par rapport aux conséquences d'un communiqué, et donc du caractère caduc de son contenu dès le moment de sa publication dénote un manque flagrant de considération des conséquences de cet acte majeur et ne peut qu'avoir trois explications: l'incompétence, la malveillance, ou le je-m'en-foutisme. Dans tous les cas, la réputation des auteurs de cette dérive est endommagée, et l'irresponsabilité de Moody's ne devrait pas être synonyme d'impunité dans le chef de l'agence.

On doit aussi mettre en évidence le fait que les agences de notation avaient été trop généreuses avec Dexia dans la période ayant précédé la crise de 2008, et jusqu'à celle-ci. Là, non seulement on peut pointer du doigt leur nonchalance coupable, mais on ne peut se départir de l'impression désagréable que le processus de dégradation successive et sévère des agences, surtout dans le chef de Standard & Poor's et Moody's, constitue en quelque sorte un mouvement de balancier tout aussi injustifié que ne l'était leur mansuétude précédente envers Dexia, un peu comme un arbitre qui siffle un penalty imaginaire pour compenser une erreur d'arbitrage précédente: deux erreurs d'arbitrage ne se compensent pas; elles ne font que fausser un peu plus la partie et décrédibilisent celui qui tient le sifflet.

wat Moody's betreft. De tentoongespreide onwetendheid omtrent de gevolgen van een perscommuniqué, dat bovendien was gebaseerd op informatie die bij het uitbrengen ervan al achterhaald was, wijst op een flagrant gebrek aan inschattingsvermogen aangaande de gevolgen van een zo belangrijk bericht. Er kunnen slechts drie verklaringen voor zijn: incompetentie, kwaadwilligheid of *je-m'en-foutisme*. Wat de verklaring ook zij, de mensen achter die aberratie hebben hun eigen reputatie geschonden en het kan niet zijn dat Moody's zelf uit de wind blijft en aldus zijn onverantwoordelijke attitude ongestraft ziet.

Evenmin mag uit het oog worden verloren dat de kredietbeoordelaars in de periode vóór de crisis van 2008 en tot op de dag dat die crisis uitbrak, veel te mild zijn geweest ten aanzien van Dexia. Niet alleen kan men hen dus schuldige nonchalance aanwrijven, maar bovendien blijft men met het hardnekkige gevoel zitten dat de opeenvolgende strenge downratings waarmee de kredietbeoordelaars — vooral dan Standard & Poor's en Moody's — Dexia daarna opzadelden, in zekere zin en volkomen onterecht bedoeld waren om hun welwillende houding van voorheen te compenseren. Vergelijk het met een scheidsrechter die tijdens een voetbalwedstrijd nogal makkelijk een strafschoep fluit, gewoon omdat hij eerder foutief een strafschoep had toegekend. Nochtans heffen twee scheidsrechterlijke fouten elkaar niet op. Ze vervalsen het verloop van de wedstrijd nog méér en maken dat de man met het fluitje zijn geloofwaardigheid verliest.

VI. — DÉMANTÈLEMENT – OCTOBRE 2011

Les causes et les conséquences du démantèlement du groupe Dexia en octobre 2011 en raison de la reprise de la banque belge (et de sa filiale abritant les activités d'assurance) par les pouvoirs publics sont naturellement abordées à différents endroits dans le présent rapport. La présente partie donne un aperçu succinct des étapes du processus de démantèlement et des informations communiquées aux actionnaires à ce sujet. Elle examine également les conséquences du démantèlement pour les actionnaires, parmi lesquels les actionnaires de référence belges, le Holding Communal, le groupe Arco et Ethias. Les pertes que ces actionnaires doivent supporter ont à leur tour des conséquences pour les pouvoirs publics.

1. Contexte et chronologie

À partir de mai 2011, il est clair que l'évolution sur les marchés financiers est négative pour Dexia. Les pertes vraisemblables sur les obligations grecques s'accroissent et la menace d'un abaissement de la notation (*rating*) est réelle. Un plan est dès lors mis en œuvre pour vendre rapidement certains actifs (notamment le portefeuille de produits financiers) et une provision considérable est constituée pour absorber les pertes liées à ces opérations.

La BNB demande à Dexia (à partir de mai 2011) de préparer un plan de démantèlement et une concertation structurée a lieu à ce sujet à partir de juin. En juin, la Banque nationale informe également le premier ministre et le ministre des Finances de l'évolution défavorable.

Toutefois, les liquidités restent sous forte pression durant l'été et, au conseil d'administration, de nombreux échanges sont consacrés aux possibilités de rechercher d'autres actifs susceptibles d'être vendus. Il apparaît en effet que Crediop et Sabadell, qui représentent un important montant de financement et qui devraient être vendus en vertu de l'accord passé avec la Commission européenne, ne sont pas vendables. Le montant des garanties (*collatéral*) à fournir augmente et réduit encore les possibilités de dégager des liquidités. Au cours d'une réunion du comité stratégique du 3 août 2011, les possibilités de ventes alternatives sont examinées en détail. On pense alors à DIB, DBL, RBCD et DAM mais la vente de Denizbank ou de DBB n'est pas envisagée à cette date. L'un des problèmes était que l'on avait certes pu

VI. — DE ONTMANTELING – OKTOBER 2011

De oorzaken en gevolgen van de ontmanteling van de Dexia groep in oktober 2011 door de overname van de Belgische bank (en dochter waaronder de verzekeringsactiviteiten) door de overheid komen uiteraard op meerdere plaatsen in dit verslag aan bod. In dit deel wordt een beknopt overzicht gegeven van de stappen in het ontmantelingsproces en welke informatie daarbij aan de aandeelhouders gegeven werd. Ook wordt ingegaan op de gevolgen van de ontmanteling voor aandeelhouders, waaronder de Belgische referentieaandeelhouders, de Gemeentelijke Holding, groep Arco en Ethias. De verliezen die deze referentieaandeelhouders moeten nemen hebben op hun beurt ook gevolgen voor de overheden.

1. Context en chronologie

Vanaf de maand mei 2011 is het duidelijk dat de evolutie op de financiële markten negatief is voor Dexia. De waarschijnlijke verliezen op Griekse obligaties lopen op en er dreigt een verlaging van de *rating*. Er wordt dan ook een plan in actie gesteld om versneld bepaalde activa te verkopen (waaronder de *Financial Products*-portefeuille) en een aanzienlijke voorziening wordt aangelegd om de verliezen die daarmee gepaard gaan te verwerken.

De NBB vraagt Dexia (vanaf mei 2011) om een ontmantelingsplan voor te bereiden en vanaf de maand juni wordt hierover ook gestructureerd overleg gepleegd. In juni brengt de Nationale Bank ook de eerste minister en de minister van Financiën op de hoogte van de ongunstige evolutie.

De liquiditeit blijft echter gedurende de zomer onder zware druk staan en vele besprekingen in de raad van bestuur worden gewijd aan de mogelijkheden om verder te zoeken naar verkoopbare activa; Crediop en Sabadell, die een groot bedrag aan *financing* vertegenwoordigen en volgens de overeenkomst met de Europese Commissie zouden moeten worden verkocht, blijken immers onverkoopbaar te zijn. Het bedrag van de te leveren garanties (*collateral*) stijgt en legt nog meer beslag op de mogelijkheden om liquiditeit op te halen. Tijdens een vergadering van het strategisch comité van 3 augustus 2011 wordt uitgebreid onderzocht welke alternatieve verkopen mogelijk zijn. Men denkt aan DIB, DBL, RBCD en DAM maar overweegt op dat ogenblik de verkoop van Denizbank of DBB niet. Eén van de problemen was dat

identifier des actifs susceptibles d'être vendus mais que ceux-ci n'amélioreraient pas nécessairement les liquidités.

Dans une lettre du 25 août 2011, la BNB réclame, elle aussi, des mesures supplémentaires étant donné que les stress tests démontrent que dans des circonstances similaires à celles de 2008, Dexia fera face à d'importants problèmes de liquidités. La BNB insiste sur l'accélération des ventes du portefeuille *Legacy* et d'autres portefeuilles et d'autres actifs et filiales (autres que DBB et la DCL). La BNB demande également à Dexia d'être informée quotidiennement de l'avancement et de l'évolution de la situation.

En raison notamment de la baisse continue des taux d'intérêt à long terme et du montant de garantie que Dexia doit fournir de ce fait, le groupe ne dispose plus fin août 2011 d'un nantissement acceptable suffisant et un système est élaboré qui permet l'échange de nantissement avec la BNB et la Banque de France. Ce montant est encore augmenté en septembre.

Au cours d'un conseil d'administration du 6 septembre, force est de constater que le *business model* ne fonctionne plus et qu'il faut réfléchir à la future structure du groupe. Fin septembre 2011, il est fait état de discussions avec la CDC et la Banque Postale (pour trouver une solution durable pour le financement des collectivités locales françaises et alléger les besoins en financement de Dexma) et de tentatives entreprises afin de poursuivre le *deleveraging*. Ceci s'avère toutefois très difficile, parce qu'il n'y a pas de demande sur le marché.

Le 24 septembre, le ministre belge des Finances informe son collègue français des problèmes de Dexia et de la nécessité de trouver une solution structurelle.

Lors d'un conseil d'administration du 27 septembre 2011, les membres sont informés des discussions ardues avec la Caisse des Dépôts et La Banque Postale. D'autres démarches éventuelles pour améliorer les liquidités sont examinées, mais le marché est défavorable. La presse fait largement écho des problèmes de Dexia et spéculé sur l'évolution du dossier.

À l'issue du conseil d'administration du 3 octobre 2011, Dexia a diffusé un communiqué de presse précisant notamment:

“L'aggravation de la crise des dettes souveraines européennes et les tensions induites sur le marché interbancaire ont conduit Dexia à accélérer son plan

er wel activa konden geïdentificeerd worden die konden verkocht worden, maar dat dit niet noodzakelijk

Met een brief van 25 augustus 2011 dringt ook de NBB op bijkomende maatregelen aan omdat de stress tests uitwijzen dat bij soortgelijke gebeurtenissen als in 2008 Dexia aanzienlijke liquiditeitstekorten zal hebben. Er wordt aangedrongen op versnelde verkopen van de *Legacy* en andere portefeuilles en van andere activa en filialen (andere dan DBB en DCL). De NBB vraagt ook aan Dexia om dagelijks op de hoogte te worden gehouden van de voortgang en evolutie.

Onder meer door de verdere daling van de interestvoeten op lange termijn en het bedrag aan waarborg dat Dexia daardoor dient te leveren, heeft de groep bij het einde van augustus 2011 geen voldoende aanvaardbaar onderpand meer en wordt een regeling uitgewerkt waarbij onderpand kan worden geruild met de NBB en de *Banque de France*. In september wordt dit bedrag nog verhoogd.

Tijdens een raad van bestuur van 6 september moet men vaststellen dat het *business model* niet meer werkt en er moet nagedacht worden over de toekomstige structuur van de groep. Eind september 2011 wordt verwezen naar besprekingen met CDC en de *Banque Postale* (om een duurzame oplossing voor de financiering van de Franse lokale collectiviteiten te vinden en de *funding*behoeften van Dexma te verlichten) en pogingen die ondernomen worden om de *deleveraging* voort te zetten. Dit blijkt echter zeer moeilijk te zijn want er is geen vraag in de markt.

Op 24 september licht de Belgische minister van Financiën zijn Franse collega in over de problemen met Dexia en het feit dat een structurele oplossing moet gevonden worden.

Op een raad van bestuur van 27 september 2011 worden de leden geïnformeerd over de besprekingen met *Caisse des Dépôts* en La Banque Postale, die moeizaam verlopen. Verdere mogelijke stappen om de liquiditeit te verbeteren worden besproken maar de markt ligt moeilijk. In de pers wordt uitgebreid bericht over de problemen van Dexia en gespeculeerd over het verdere verloop van het dossier.

Na de raad van bestuur van 3 oktober 2011 verspreidde Dexia een persbericht waarin onder meer vermeld werd:

“De verslechtering van de crisis van de Europese overheidsschulden en de spanningen op de interbankenmarkt hebben Dexia ertoe aangezet zijn herstruc-

de restructuration en mai 2011. Cependant, dans l'environnement actuel, la taille du portefeuille d'actifs non stratégiques (dit Legacy) pèse structurellement sur le groupe en dépit de la bonne qualité de crédit de ses actifs.

C'est pourquoi le conseil d'administration a demandé à l'administrateur délégué de préparer, en concertation avec les États et les autorités de contrôle, les mesures nécessaires pour résoudre les problèmes structurels qui pénalisent les activités opérationnelles du groupe et ouvrir de nouvelles perspectives de développement à ses franchises commerciales historiques en Belgique et en France.

Les actionnaires du groupe souhaitent réaffirmer leur unité et leur solidarité dans l'étape qui s'ouvre aujourd'hui. Ils ont confirmé leur confiance dans le management de Dexia pour mener à leur terme ces opérations avec le souci constant de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de Dexia.

Les États actionnaires ont confirmé leur volonté de soutenir le groupe Dexia, pour qu'il puisse mettre en œuvre ces différentes mesures de façon ordonnée et dans les meilleures conditions.”.

Le 4 octobre, les ministres des Finances belge et français diffusent un communiqué dans lequel ils garantissent qu'ils prendront toutes les mesures nécessaires pour assurer la sécurité des déposants et des créanciers. De son côté, la Banque nationale publie également un communiqué à la suite des commentaires parus dans les médias et confirme que les banques centrales de Belgique et de France soutiennent pleinement Dexia.

Le 4 octobre encore, le premier ministre convoque le cabinet restreint et la décision est prise de créer un comité d'accompagnement et de désigner une banque d'affaires et un bureau d'avocats.

La communication quelque peu prématurée de Dexia à l'issue du conseil d'administration du 3 octobre est suivie, le 6 octobre, d'un communiqué de presse dans lequel, à la requête de la FSMA, Dexia tient à préciser n'avoir été informé d'aucune décision ou projet de décision concernant des scénarios d'évolution du groupe et qu'un conseil d'administration sera réuni le samedi 8 octobre 2011 et étudiera différentes options relatives à l'avenir du groupe.

Le 6 octobre 2011, le financement *unsecured* à court terme s'élevait à 10,8 milliards d'euros seulement, comparé aux 50 milliards d'euros pour le *credit watch*

teringsplan te versnellen in mei 2011. In het huidige klimaat weegt de omvang van de portefeuille van niet-strategische activa (Legacy genaamd) echter structureel op de groep ondanks de goede kredietkwaliteit van deze activa.

Daarom heeft de raad van bestuur aan de gedelegeerd bestuurder gevraagd om, in overleg met de Staten en de controleautoriteiten, de nodige maatregelen voor te bereiden om de structurele problemen op te lossen die wegen op de operationele activiteiten van de groep en om nieuwe groeivoorzichten te bieden voor de historische commerciële activiteiten in België en in Frankrijk.

De aandeelhouders van de groep wensen hun eenheid en solidariteit in de nieuwe fase die vandaag begint, nogmaals te benadrukken. Zij hebben hun vertrouwen bevestigd in het management van Dexia om deze operaties tot een goed einde te brengen, met de nodige aandacht voor de belangen van alle stakeholders van Dexia.

In hun hoedanigheid als aandeelhouder bevestigden de Staten hun steun aan de groep Dexia zodat deze verschillende maatregelen ordentelijk en in optimale omstandigheden kunnen gerealiseerd worden.”.

Op 4 oktober verspreiden de ministers van Financiën van Frankrijk en België een communiqué waarin ze verzekeren dat zij alle nodige maatregelen zullen nemen om de spaarders en de schuldeisers te beschermen. De Nationale Bank van haar kant geeft ook een bericht uit naar aanleiding van de mediaberichtgeving en bevestigt dat de centrale banken van België en Frankrijk hun volle steun verlenen aan Dexia.

Nog op 4 oktober roept de eerste minister het kernkabinet samen en wordt de beslissing genomen om een begeleidingscomité op te richten en een zakenbank en advocatenkantoor aan te duiden.

De wat voorbarige communicatie van Dexia na de raad van bestuur van 3 oktober wordt op 6 oktober gevolgd door een persbericht waarin vermeld wordt dat, op verzoek van de FSMA, Dexia verduidelijkt dat het niet in kennis werd gesteld van een beslissing of van een ontwerp van beslissing over de scenario's omtrent de evolutie van de groep en dat op zaterdag 8 oktober een raad van bestuur zal worden gehouden, die diverse opties in verband met de toekomst van de groep zal bestuderen.

Op 6 oktober 2011 bedroeg de korte termijn *unsecured* financiering slechts 10,8 miljard euro in vergelijking met 50 miljard euro voor de *credit watch* door S&P in

par S&P en mai 2011. Ce financement s'est réduit de plus en plus rapidement et les retraits des dépôts des clients se sont également accélérés (moins 3,9 milliards d'euros dans la semaine du 30 septembre 2011). Un support exceptionnel de liquidités a été accordé par les banques centrales et le Trésor français. Si la fuite du *funding* et des dépôts se poursuivait, elle entraînerait d'énormes problèmes de liquidités. Une intervention des pouvoirs publics a dès lors été jugée nécessaire.

Entre-temps, le comité d'accompagnement, le ministre des Finances, le premier ministre, la Banque nationale, les autorités françaises et luxembourgeoises, le management et la direction de la banque, les actionnaires de référence et le personnel ont élaboré un plan de sauvetage.

Le 9 octobre 2011, la France et la Belgique parviennent à un accord pour démanteler le groupe Dexia en isolant DBB et en accordant une aide d'État pour le financement du groupe résiduel.

2. Les interventions d'État

2.1 La scission du groupe

Le *run* sur DBB, sous la forme du retrait de dépôts *wholesale* et *retail*, a nécessité une nouvelle intervention des pouvoirs publics. La vente de DBB avait toujours été une clé de voûte possible dans les scénarios développés à partir de mai 2011 pour le "*living will*" après la vente de tous les autres actifs. En raison du *run* sur la banque et du fait qu'aucun repreneur externe n'a pu être trouvé à un prix raisonnable, un rachat de DBB par l'État belge s'est imposé. Contrairement à ce qui fut le cas en 2008, les autorités françaises ont pu être convaincues cette fois que la scission était nécessaire. La poursuite du *run* sur DBB ferait également disparaître le financement de DCL et de plus, la Belgique disposait alors du nouvel article 57bis de la loi du 22 mars 1993, tel qu'inséré par la loi du 2 juin 2010 visant à compléter les mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier, qui autoriserait la nationalisation de DBB si aucune solution négociée n'était trouvée.

Au terme de négociations, et après avoir consulté le marché ainsi que des banques d'affaires afin de déterminer la "juste valeur" (*fair value*) de DBB, un accord est conclu sur le prix de la banque belge aux conditions suivantes: un prix fixe de 4 milliards d'euros pour DBB, hormis les 49 % que celle-ci détient dans *Dexia Asset Management*, avec une possibilité de revoir le prix au cas où l'État belge revendrait ses parts avec une plus-

mei 2011. De vermindering van deze financiering ging steeds sneller en ook de klantendeposito's werden versneld teruggetrokken (min 3,9 miljard euro in de week van 30 september 2011). Uitzonderlijke liquiditeitssteun werd verleend door de centrale banken en de Franse Thesaurie. Indien de vlucht van *funding* en deposito's zou verdergaan zouden er enorme liquiditeitstekorten ontstaan. Een overheidstussenkomst werd dan ook noodzakelijk geacht.

Intussen wordt door het begeleidingscomité, de minister van Financiën, de eerste minister, de Nationale Bank, de Franse en Luxemburgse overheid, het management en het bestuur van de bank, de referentieaandeelhouders en het personeel, een reddingsplan uitgewerkt.

Op 9 oktober 2011 wordt een akkoord bereikt tussen Frankrijk en België om de Dexia groep te ontmantelen door het uitlichten van DBB en staatssteun te verlenen voor de financiering van de restgroep.

2. De staatsinterventies

2.1 De splitsing van de groep

De *run* op DBB, onder de vorm van het terugtrekken van *wholesale* en *retail* deposito's maakte een nieuw ingrijpen van de overheid noodzakelijk. De verkoop van DBB was in de scenario's die ontwikkeld werden vanaf mei 2011 voor de "*living will*" steeds een mogelijk sluitstuk geweest nadat alle andere activa verkocht waren geweest. Omwille van de *run* op de bank en het feit dat er geen externe overnemer tegen redelijke prijs kon gevonden worden, drong een overname van DBB door de Belgische overheid zich op. In tegenstelling tot de situatie in 2008, kon de Franse overheid nu wel overtuigd worden dat de splitsing noodzakelijk was. Bij een voortgaande *run* op DBB zou ook de financiering van DCL wegvallen en daarenboven beschikte België thans over het nieuwe artikel 57bis van de wet van 22 maart 1993, zoals ingevoegd bij de wet van 2 juni 2010 tot uitbreiding van de herstelmaatregelen voor de ondernemingen uit de bank- en financiële sector, dat zou toelaten om DBB te nationaliseren indien er geen onderhandelde oplossing zou gevonden worden.

Na onderhandelingen, het raadplegen van de markt en zakenbanken met betrekking tot de "juiste waarde" (*fair value*) van DBB wordt een akkoord bereikt over de prijs voor de Belgische bank onder de volgende voorwaarden: een vaste prijs van 4 miljard euro voor DBB, exclusief de 49 % die deze aanhoudt in *Dexia Asset Management*, met een mogelijkheid tot prijsherziening indien de Belgische Staat zijn aandelen DBB met een

value au cours des cinq années suivantes. L'accord prévoyait néanmoins une garantie de 625 millions d'euros, à charge du vendeur, pour les représentations et garanties contractuelles. Dans l'accord, la Belgique garantissait également le remplacement du personnel de Dexia SA dans l'hypothèse éventuelle d'une réduction du personnel.

Les négociations relatives au prix du rachat de DBB ont dû avoir lieu dans un délai nettement plus court que les délais habituellement prévus pour une transaction de cette ampleur dans le monde des affaires. Selon les informations dont nous disposons, la fourchette de prix à partir de laquelle les négociations ont été entamées entre Dexia et l'État belge était de l'ordre de 1,8 milliard d'euros (première offre) à 7,9 milliards d'euros (première proposition). Selon le CEO de Dexia, il y avait alors aussi une offre de 4 milliards d'euros d'un autre groupe bancaire, offre qui était toutefois assortie de quelques conditions supplémentaires (ce prix aurait inclus une autre entité du groupe à l'exception de certains portefeuilles). Tous les éléments de la transaction – prix du rachat, garanties, conditions annexes, etc. – ont naturellement été examinés conjointement pour convenir du prix.

Il a en outre été convenu que DBB continuerait à financer le groupe, mais dans le respect de ses obligations prudentielles. Ce financement diminuerait au cas où il y aurait de nouveaux désinvestissements. L'accord prévoyait également que le groupe Dexia résiduel serait protégé contre d'éventuelles pertes sur les crédits accordés au groupe Arco, à Ethias et au Holding Communal. DMA serait quant à elle adossée à la Caisse de Dépôts à hauteur de 65 % et à La Banque Postale à hauteur de 5 %, tandis que DCL conserverait elle-même 30 % du capital.

2.2 Les garanties

La survie du groupe résiduel revêtait une importance essentielle pour DBB, en raison de son encours de crédits important auprès du reste du groupe. Il a été convenu d'octroyer des garanties d'État à hauteur de 90 milliards d'euros pour les émissions de Dexia SA et de DCL. Il n'y a toutefois pas eu d'accord immédiat sur la clé de répartition de ces garanties. La France souhaitait la même proportion qu'en 2008, tandis que la Belgique réclamait une répartition plus équilibrée de la garantie qui tienne compte de la détention de liquidités en provenance de DBB. Les éléments suivants auraient notamment pu être invoqués en faveur d'une clé de répartition plus favorable pour la Belgique: l'aide spéciale en matière de financement fournie conjointement par la banque centrale de France et de Belgique sous

meerwaarde zou verkopen binnen een periode van vijf jaar. Er werd wel een waarborg voorzien ten laste van de verkoper van 625 miljoen euro als gevolg van de contractuele *representations & warranties*. In de overeenkomst garandeert België ook de mogelijke herplaatsing van het personeel van Dexia NV bij een gebeurlijke personeelsafslanking.

De onderhandelingen over de overnameprijs voor DBB zijn binnen een veel korter tijdsbestek moeten gebeuren dan wat in een zakelijke context voor een transactie van deze omvang gebruikelijk is. Naar wij konden vernemen was de prijsvork waarmee de onderhandelingen tussen Dexia en de Belgische Staat startten in de grootte-orde van 1,8 miljard euro (eerste bod) tot 7,9 miljard euro (eerste aanbod). Volgens de CEO van Dexia bestond er trouwens op dat ogenblik ook een bod van rond de 4 miljard euro van een andere bankgroep, weliswaar met enkele andere voorwaarden (deze prijs was naar verluidt met inbegrip van een andere entiteit van de groep maar met uitzondering van bepaalde portefeuilles). Om tot een prijsafpraak te komen zijn natuurlijk alle elementen van de transactie — overnameprijs, waarborgen, randvoorwaarden, enz. — in samenhang besproken.

Verder werd ook overeengekomen dat DBB de groep verder zou financieren maar mits het respecteren van zijn prudentiële verplichtingen. In functie van verdere desinvesteringen zal deze financiering verminderen. Er werd tevens nog voorzien dat de overblijvende Dexia groep gevrijwaard wordt tegen mogelijke verliezen op de kredieten aan de groep Arco, Ethias en de Gemeentelijke Holding. DMA zal aangeleund worden bij *Caisse de Dépôts* voor 65 % en *La Banque Postale* voor 5 %; DCL zelf zou 30 % behouden.

2.2 De garanties

Het overleven van de restgroep was van essentieel belang voor DBB omwille van de belangrijke financieringen die DBB bij de rest van de groep had uitstaan. Er werd overeengekomen Staatsgaranties te verlenen voor uitgaven van Dexia NV en DCL voor een bedrag van 90 miljard euro. Er was echter niet onmiddellijk overeenstemming over de verdeelsleutel van deze garanties. Frankrijk wenste een zelfde verhouding als in 2008, terwijl België een meer evenwichtige verdeling van de garantie in relatie met het aanhouden van de liquiditeit vanuit DBB nastreefde. In het voordeel van een meer gunstige verdeelsleutel voor België konden onder meer volgende elementen uitgeroepen worden: de bijzondere financieringsbijstand die gezamenlijk door de centrale bank van Frankrijk en België geleverd was

la forme d'*ametswaps* durant la période précédant le démantèlement avait été répartie sur une base 50/50, et une grande partie des risques (comme les litiges liés aux crédits structurés) se situaient en France. Sur l'ensemble de la transaction, il a toutefois été finalement convenu que l'on appliquerait la même clé de répartition qu'en 2008, à savoir: 60,5 % pour la Belgique, 36,5 % pour la France et 3 % pour le Grand-Duché du Luxembourg. Ces engagements, qui peuvent peser lourd sur les finances publiques, font apparemment toujours l'objet de discussions entre les pays et avec la Commission européenne au moment de l'établissement du présent rapport.

2.3 Les options non retenues

À la lueur du *bank run* qui était apparu chez DBB, la seule solution qui semblait possible était d'extraire la banque du groupe. Depuis le nouvel article 57*bis*, cette option était possible par le biais d'une nationalisation, mais en raison des risques juridiques d'une telle opération (cette loi n'avait en effet jamais été utilisée auparavant), l'on a visiblement accordé la préférence à une solution négociée. Du point de vue belge, l'image fortement détériorée de Dexia rendait la scission avec DBB (y compris ses activités dans le secteur de l'assurance) absolument nécessaire. Une autre manière, suggérée par certains, pour parvenir à cette scission était de procéder à un échange par lequel les actionnaires de Dexia auraient échangé leurs parts contre des actions des entités individuelles. En septembre, les Régions avaient concocté un projet en ce sens dans le cadre du sauvetage du Holding Communal¹.

Le groupe Dexia serait ainsi scindé en trois parties: Dexia Banque Belgique, Dexma pour le financement des collectivités locales françaises et la banque résiduaire. Chaque actionnaire échangerait sa part contre trois parts. Les actionnaires français reprendraient la part des actionnaires belges dans Dexma et, inversement, les actionnaires belges reprendraient la part française dans Dexia Banque Belgique. Selon des déclarations du premier ministre, ce plan a été étudié en profondeur par le comité d'accompagnement et la BNB mais il n'a pas été retenu parce qu'il aurait nécessité un délai d'exécution de 4 à 6 semaines (on ne pouvait pas attendre si longtemps) et parce qu'il aurait fait courir un risque accru aux autorités. La BNB était également d'avis que pour une future banque saine, il n'était pas indiqué de prendre à nouveau le Holding Communal et le groupe Arco comme actionnaires faibles, cette fois de Dexia Banque Belgique. Indépendamment même

¹ Déclarations du ministre-président, M. K. Peeters au Parlement flamand, 12 janvier 2011, <http://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2011-2012/g1373>.

ouder de vorm van *ametswaps* in de periode voor de ontmanteling was verdeeld op een 50/50 basis en een groot deel van de risico's (zoals litiges in verband met gestructureerde kredieten) bevindt zich in Frankrijk. In de totaliteit van de transactie wordt uiteindelijk overeengekomen dat dezelfde verdeling als in 2008 wordt toegepast: België 60,5 %, Frankrijk 36,5 % en Groot Hertogdom Luxemburg 3 %. Deze engagementen die zwaar kunnen wegen op de publieke financiën zijn blijkbaar nog steeds in bespreking onder de landen en met de Europese Commissie op het ogenblik van het opstellen van dit verslag.

2.3 De niet weerhouden opties

In het licht van de *bankrun* die ontstaan was bij DBB, leek de enige oplossing om de bank uit de groep te lichten. Dit kon sinds de nieuwe artikel 57*bis* door middel van een nationalisatie, maar omwille van de juridische risico's dat dit met zich zou brengen (deze wet was immers nog nooit eerder gebruikt), werd blijkbaar de voorkeur gegeven aan een onderhandelde oplossing. Het sterk aangetaste imago van Dexia maakte vanuit Belgisch standpunt het loskoppelen van DBB (inclusief haar verzekeringsactiviteit) absoluut noodzakelijk. Een andere mogelijkheid om tot deze splitsing te komen en die door sommigen geopperd werd, was de omruiling van aandelen waarbij de aandeelhouders van Dexia in ruil daarvoor aandelen van individuele entiteiten zou krijgen. De Gewesten hadden in de loop van september een plan in die zin uitgewerkt in het kader van de redding van de Gemeentelijke Holding¹.

De Dexia groep zou daarbij in drie delen gesplitst worden: Dexia Bank België, Dexma voor de financiering van de Franse lokale overheden en de restbank. Elke aandeelhouder zou zijn aandeel ruilen voor drie aandelen. De Franse aandeelhouders zouden daarbij het aandeel van de Belgische aandeelhouders in Dexma overnemen en omgekeerd zouden de Belgische aandeelhouders het Franse aandeel in Dexia Bank België overnemen. Dit plan werd volgens verklaringen van de eerste minister grondig bestudeerd door het begeleidingscomité en de NBB maar werd niet weerhouden omdat er een uitvoeringstermijn van 4 tot 6 weken nodig zou zijn geweest om het uit te voeren (tijd die niet beschikbaar was) en omdat het risico voor de overheid groter zou zijn geweest. De NBB was ook van mening dat het voor een toekomstige gezonde bank niet aangewezen was om opnieuw de Gemeentelijke Holding en de groep Arco op te nemen als zwakke aandeelhouders, dit keer van Dexia Bank

¹ Verklaringen van minister-president K. Peeters in het Vlaams Parlement, 12 januari 2011, <http://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2011-2012/g1373>.

de l'attitude des actionnaires français par rapport à cette proposition, les chances de succès de ce plan paraissaient donc bien minces.

3. L'information des actionnaires

Communiquer en temps de crise n'est pas chose aisée. Certainement lorsque les rumeurs vont bon train et qu'il y a un risque de *run on the bank*.

Les actionnaires de référence (privés et publics) sont naturellement bien informés grâce à la présence de leurs représentants au sein du conseil d'administration (du holding et, pour certains aussi, dans les banques filiales) et des comités. Le grand nombre de personnes concernées augmente bien entendu le risque de fuites dans la presse, ce risque a d'ailleurs été maintes fois souligné en séance du conseil d'administration. Dans ces circonstances, Dexia doit, en sa qualité de société cotée en Bourse, remplir son obligation légale d'information tout en s'efforçant de conserver la confiance des marchés. C'est par le biais de communiqués de presse que Dexia communique avec les actionnaires (autres que les actionnaires de référence) et le grand public.

La FSMA contrôle l'information diffusée par les entreprises cotées en Bourse et est également intervenue à la suite d'une communication quelque peu prématurée, le 5 octobre 2011. Dans le présent chapitre, nous donnerons un aperçu des communiqués de presse² diffusés par Dexia durant la période critique allant du 4 à la fin octobre 2011.

— 4 octobre 2011: communiqué de presse de Dexia SA concernant la mission confiée par le conseil d'administration à l'administrateur délégué de préparer des mesures pour résoudre les problèmes structurels:

"... L'aggravation de la crise des dettes souveraines européennes et les tensions induites sur le marché interbancaire ont conduit Dexia à accélérer son plan de restructuration en mai 2011. Cependant, dans l'environnement actuel, la taille du portefeuille d'actifs non stratégiques (dit Legacy) pèse structurellement sur le groupe en dépit de la bonne qualité de crédit de ses actifs.

C'est pourquoi le conseil d'administration a demandé à l'administrateur délégué de préparer, en concertation avec les États et les autorités de contrôle, les mesures nécessaires pour résoudre les problèmes structurels qui pénalisent les activités opérationnelles du groupe et ouvrir de nouvelles perspectives de développement à ses franchises commerciales historiques en Belgique et en France.

² http://www.dexia.com/FR/actionnaires_investisseurs/communiqués/Pages/default.aspx

België. Nog onafgezien van de houding van de Franse aandeelhouders ten opzichte van dit voorstel, leek dit plan dus weinig kans te maken.

3. De informatie aan de aandeelhouders

Communiceren in crisistijden is niet gemakkelijk. Zeker niet wanneer de geruchtenmolen op volle snelheid draait en er een *run on the bank* dreigt.

De referentieaandeelhouders (private en overheid) zijn natuurlijk goed op de hoogte door de aanwezigheid van hun afgevaardigden in de raad van bestuur (van de holding en voor sommigen ook in de bankdochters) en de comités. Het grote aantal betrokkenen vergroot uiteraard de kans op perslekken, in de vergadering van de raad van bestuur werd daar trouwens meermaals op gewezen. In die omstandigheden moet Dexia, als beursgenoteerd bedrijf aan zijn wettelijke plicht tot informatieverstrekking voldoen en tegelijk trachten het vertrouwen van de markt te behouden. Door middel van persberichten communiceert Dexia met de andere (dan referentie-) aandeelhouders en het brede publiek.

De FSMA houdt toezicht op de informatieverstrekking van beursgenoteerde ondernemingen en is naar aanleiding van een wat voorbarige communicatie op 5 oktober 2011 ook tussengekomen. In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de persberichten² die Dexia verspreidde in de kritische periode van 4 tot eind oktober 2011.

— 4 oktober 2011: persbericht van Dexia NV over de opdracht van de raad van bestuur aan de gedelegeerd bestuurder om maatregelen voor te bereiden om de structurele problemen op te lossen:

"... De verslechtering van de crisis van de Europese overheidsschulden en de spanningen op de interbankenmarkt hebben Dexia ertoe aangezet zijn herstructureringsplan te versnellen in mei 2011. In het huidige klimaat weegt de omvang van de portefeuille van niet-strategische activa (Legacy genaamd) echter structureel op de groep ondanks de goede kredietkwaliteit van deze activa.

Daarom heeft de raad van bestuur aan de gedelegeerd bestuurder gevraagd om, in overleg met de Staten en de controleautoriteiten, de nodige maatregelen voor te bereiden om de structurele problemen op te lossen die wegen op de operationele activiteiten van de groep en om nieuwe groeivoorzichten te bieden voor de historische commerciële activiteiten in België en in Frankrijk.

² http://www.dexia.com/NL/aandeelhouder_belegger/persberichten/Paginas/default.aspx

Les actionnaires du groupe souhaitent réaffirmer leur unité et leur solidarité dans l'étape qui s'ouvre aujourd'hui. Ils ont confirmé leur confiance dans le management de Dexia pour mener à leur terme ces opérations avec le souci constant de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de Dexia. Les États actionnaires ont confirmé leur volonté de soutenir le groupe Dexia, pour qu'il puisse mettre en œuvre ces différentes mesures de façon ordonnée et dans les meilleures conditions."

*
* *

— 5 octobre 2011, communiqué de presse de *Dexia Municipal Agency* (DMA) concernant une révision éventuelle de la notation de crédit des obligations foncières:

"On 4 October 2011, Moody's placed on review for downgrade the Aaa ratings of the public-sector covered bonds (obligations foncières – OF) issued by Dexia Municipal Agency (Dexia MA).

This rating action on the covered bonds is a consequence of Moody's placing Dexia Credit Local, Dexia MA's mother company, senior unsecured and short-term ratings (currently A3/P-1) on review for downgrade.

Dexia Municipal Agency reminds that the quality of its portfolio (cover pool) and the legal protection conferred to investors and swap counterparties provide very strong protection. Dexia Municipal Agency is well capitalized and its solvency ratio (Tier 1) is over 30 %.

*
* *

— 5 octobre 2011, communiqué de presse de *Dexia Banque Belgique* concernant la continuité de DBB:

"Lors de sa séance du mercredi 5 octobre, le conseil d'administration de Dexia Banque Belgique a pris acte des diverses initiatives qui sont prises par le groupe Dexia et qui visent, entre autres, à délivrer Dexia Banque Belgique du poids du passé (Legacy).

Le conseil d'administration constate avec satisfaction que les autorités belges et françaises appuient conjointement ces initiatives et leur octroient leur soutien inconditionnel.

De aandeelhouders van de groep wensen hun eenheid en solidariteit in de nieuwe fase die vandaag begint, nogmaals te benadrukken. Zij hebben hun vertrouwen bevestigd in het management van Dexia om deze operaties tot een goed einde te brengen, met de nodige aandacht voor de belangen van alle stakeholders van Dexia. In hun hoedanigheid als aandeelhouder bevestigden de Staten hun steun aan de groep Dexia zodat deze verschillende maatregelen ordentelijk en in optimale omstandigheden kunnen gerealiseerd worden."

*
* *

— 5 oktober 2011, persbericht van *Dexia Municipal Agency* (DMA) betreffende mogelijke herziening kredietrating van gedekte obligaties:

"On 4 October 2011, Moody's placed on review for downgrade the Aaa ratings of the public-sector covered bonds (obligations foncières – OF) issued by Dexia Municipal Agency (Dexia MA).

This rating action on the covered bonds is a consequence of Moody's placing Dexia Credit Local, Dexia MA's mother company, senior unsecured and short-term ratings (currently A3/P-1) on review for downgrade.

Dexia Municipal Agency reminds that the quality of its portfolio (cover pool) and the legal protection conferred to investors and swap counterparties provide very strong protection. Dexia Municipal Agency is well capitalized and its solvency ratio (Tier 1) is over 30 %.

*
* *

— 5 oktober 2011, persbericht van *Dexia Bank België* betreffende de continuïteit van DBB:

"De raad van bestuur van Dexia Bank België heeft, in haar zitting van vandaag woensdag 5 oktober, kennis genomen van de diverse initiatieven die Dexia groep neemt met onder meer als doel Dexia Bank België te bevrijden van de historische lasten (Legacy).

De raad van bestuur stelt met genoegen vast dat de overheden van België en Frankrijk zich gezamenlijk achter deze initiatieven scharen en er hun onvoorwaardelijke steun aan hebben toegezegd.

Les autorités régionales et fédérales belges ont confirmé, via différents canaux, que la continuité de Dexia Banque Belgique est, et reste, garantie en toutes circonstances. L'ensemble des avoirs de tous les clients de Dexia Banque est donc en parfaite sécurité.

Le conseil d'administration, dont de nombreux membres sont des clients publics importants de Dexia Banque Belgique, souhaite en outre exprimer sa confiance dans la banque et souligne une nouvelle fois le rôle essentiel qu'elle remplit en matière de services financiers à l'égard des clients particuliers et bien sûr aussi des organismes privés et publics de ce pays.

Enfin, le conseil d'administration tient également à remercier les clients pour leur confiance et bien sûr les collaborateurs pour leur dévouement et leur mobilisation."

*
* *

— 6 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA: "Entrée en négociation exclusive pour la cession de Dexia Banque Internationale à Luxembourg":

"Dexia confirme être entré en négociation exclusive avec un groupement d'investisseurs internationaux auquel participera l'État du Luxembourg en vue d'une cession de Dexia Banque Internationale à Luxembourg.

Le conseil d'administration du groupe Dexia se prononcera sur le contenu d'une offre éventuelle à l'issue de la période d'exclusivité."

— 6 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA à la demande de la FSMA:

"À la requête de la FSMA, Dexia tient à préciser n'avoir été informé d'aucune décision ou projet de décision concernant des scénarios d'évolution du groupe.

Un conseil d'administration sera réuni samedi 8 octobre 2011 et étudiera différentes options relatives à l'avenir du groupe.

Le groupe continuera à se conformer de manière stricte à ses obligations en matière d'information du marché."

*
* *

De Belgische regionale en federale overheden hebben, via diverse kanalen, bevestigd dat de continuïteit van Dexia Bank België ten allen tijde gewaarborgd is en blijft. Hierdoor zijn alle tegoeden van alle cliënten van Dexia Bank België in absolute veiligheid.

De raad van bestuur, waarvan vele leden belangrijke publieke cliënten van Dexia Bank België zijn, wenst daarenboven haar vertrouwen uit te spreken in de bank en benadrukt nogmaals de essentiële rol die deze bank vervult in de financiële dienstverlening aan alle particuliere cliënten en aan alle privé en openbare instellingen in dit land.

Tot slot houdt de raad van bestuur er aan alle cliënten te danken voor het blijvende vertrouwen, alsook de medewerkers voor hun blijvende inzet en motivatie."

*
* *

— 6 oktober 2011, persbericht van Dexia NV: "Start van exclusieve onderhandelingen voor de verkoop van Dexia Banque Internationale à Luxembourg":

"Dexia bevestigt dat het exclusieve onderhandelingen start met een groep internationale investeerders waaraan ook de Luxemburgse Staat zal deelnemen, met het oog op de verkoop van Dexia Banque Internationale à Luxembourg.

De raad van bestuur van de groep Dexia zal zich over de inhoud van het mogelijke bod uitspreken na afloop van de exclusiviteitsperiode."

— 6 oktober 2011, persbericht van Dexia NV op verzoek van de FSMA:

"Op verzoek van de FSMA verduidelijkt Dexia dat het niet in kennis werd gesteld van een beslissing of van een ontwerp van beslissing over de scenario's omtrent de evolutie van de groep.

Op zaterdag 8 oktober 2011 komt er een raad van bestuur bijeen, die diverse opties in verband met de toekomst van de groep zal bestuderen.

De groep zal zijn verplichtingen inzake gereglemeerde informatie stipt blijven nakomen."

*
* *

— 6 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA: “Suspension du cours de Dexia à la demande de la FSMA”:

“Compte tenu de la très grande volatilité du titre à la suite de l’annonce de l’entrée en négociations exclusives pour la cession de Dexia Banque Internationale à Luxembourg, de la convocation d’un conseil d’administration ce samedi 8 octobre et de multiples informations contradictoires circulant sur le groupe, le régulateur a demandé ce jour la suspension du cours de Dexia jusqu’au lundi 10 octobre au matin.”

*
* *

— 7 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA concernant le report de la réunion du conseil d’administration:

“La date du conseil d’administration de Dexia SA initialement fixée au samedi 8 octobre pourrait être reportée au dimanche 9 octobre.

La décision de reprise de cotation de l’action Dexia se fera à l’initiative de la FSMA dès lors qu’une communication suffisamment précise pourra être faite sur les différents choix et options relatifs à l’avenir du groupe.”

*
* *

— 10 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA: “Les États belge, français et luxembourgeois apportent un soutien fort à Dexia dans la mise en œuvre du plan de restructuration annoncé le 4 octobre”:

“Dans le cadre d’un plan de restructuration global constituant une réponse à l’aggravation de la crise des dettes souveraines et aux tensions qu’elle a provoquées sur le marché interbancaire, le conseil d’administration de Dexia SA a examiné ce jour une première série de mesures s’inscrivant dans la lignée des décisions des États français, belge et luxembourgeois visant à stabiliser la situation de liquidité du groupe.

Le conseil d’administration de ce jour:

- a approuvé la participation de Dexia au dispositif de garantie de financement décidé par les États belge, français et luxembourgeois à hauteur de 90 milliards

— 6 oktober 2011, persbericht van Dexia NV: “Schorsing van het Dexia-aandeel op vraag van FSMA”:

“Rekening houdende met de zeer grote volatiliteit van het aandeel ten gevolge van de aankondiging van de start van exclusieve onderhandelingen over de verkoop van Dexia Banque Internationale à Luxembourg, de samenroeping van een raad van bestuur op zaterdag 8 oktober en de vele tegenstrijdige berichten over de groep, heeft de toezichhouder vandaag de schorsing van het Dexia-aandeel gevraagd tot maandagmorgen 10 oktober.”

*
* *

— 7 oktober 2011, persbericht van Dexia NV betreffende het uitstel van de vergadering van de raad van bestuur:

“De datum van de raad van bestuur van Dexia NV in eerste instantie gepland voor zaterdag 8 oktober zou kunnen worden uitgesteld tot zondag 9 oktober.

De beslissing van de herneming van de beursnotering van het Dexia-aandeel zal op initiatief van de FSMA gebeuren zodra een voldoende nauwkeurige communicatie kan gegeven worden over de diverse keuzes en opties in verband met de toekomst van de groep.”

*
* *

— 10 oktober 2011, persbericht van Dexia NV: “De Belgische, Franse en Luxemburgse nationale overheden verlenen Dexia aanzienlijke steun bij de implementatie van het herstructureringsplan dat op 4 oktober werd bekendgemaakt”:

“In het kader van een omvattend herstructureringsplan dat een antwoord moet bieden op de verslechtering van de soevereineschuldencrisis en op de spanningen die de crisis op de interbankenmarkt heeft veroorzaakt, heeft de raad van bestuur van Dexia NV vandaag een eerste reeks maatregelen bestudeerd die aansluiten bij de beslissingen die de Franse, de Belgische en de Luxemburgse overheid hebben genomen om de liquiditeitssituatie van de groep te stabiliseren.

De raad van bestuur van vandaag:

- heeft zijn goedkeuring gehecht aan de deelneming van Dexia aan het systeem van financiële waarborgen dat tot stand werd gebracht door de Belgische, Franse

d'euros maximum au bénéfice de Dexia SA et de sa filiale Dexia Crédit Local;

- *a considéré que dans les circonstances actuelles il était conforme à l'intérêt social de Dexia SA et de ses filiales d'accepter l'offre présentée par l'État belge pour l'acquisition de 100 % des parts du groupe Dexia SA dans sa filiale Dexia Banque Belgique et a donné mandat au management du groupe pour que les conséquences de la cession soient gérées dans l'intérêt de ses clients, des collaborateurs du groupe et des actionnaires;*

- *a donné mandat à l'administrateur délégué d'entrer en négociation exclusive avec la Caisse des Dépôts et Consignations et La Banque Postale en vue de la conclusion d'un accord relatif au financement des collectivités locales françaises;*

- *a été informé de l'avancement des discussions exclusives avec le groupement d'investisseurs internationaux, auquel participera l'État du Luxembourg, intéressé par l'acquisition de Dexia Banque Internationale à Luxembourg, comme annoncé le 6 octobre 2011.*

Reprise de Dexia Banque Belgique par l'État belge

L'État belge, eu égard aux risques et aux difficultés que fait naître, pour Dexia Banque Belgique, la situation du groupe Dexia, et considérant le caractère systémique de Dexia Banque Belgique pour le système financier belge, a décidé d'offrir de racheter la participation de Dexia dans Dexia Banque Belgique (voir annexe). Le conseil d'administration de Dexia SA a examiné l'offre de l'État belge, qui comprend notamment l'acquisition de l'intégralité de la participation de Dexia SA dans Dexia Banque Belgique et ses filiales — à l'exception de Dexia Asset Management — pour la somme de 4 milliards d'euros et un mécanisme de complément de prix en faveur de Dexia SA en cas de revente éventuelle dans un délai de cinq ans.

Le conseil d'administration a analysé cette offre et des experts indépendants ont été consultés.

Soucieux de l'intérêt social du groupe mais aussi de celui de ses filiales, il a approuvé le rachat de Dexia Banque Belgique par l'État belge.

en Luxemburgse overheid voor een bedrag van maximaal 90 miljard euro ten behoeve van de groep Dexia NV en haar dochteronderneming Dexia Crédit Local;

- *is van oordeel dat het in de huidige omstandigheden overeenstemt met het maatschappelijk doel van Dexia NV en zijn dochterondernemingen om het aanbod van de Belgische overheid voor de verwerving van 100 % van de aandelen van de groep Dexia NV in haar dochteronderneming Dexia Bank België te aanvaarden en heeft aan het management van de groep een mandaat verleend om de gevolgen van de verkoop te beheren in het belang van haar klanten, de medewerkers van de groep en de aandeelhouders;*

- *heeft aan de gedelegeerd bestuurder een mandaat verleend om exclusieve onderhandelingen op te starten met de Caisse des Dépôts et Consignations en La Banque Postale met het oog op het sluiten van een overeenkomst i.v.m. de financiering van de Franse lokale besturen;*

- *werd in kennis gesteld van de voortgang van de exclusieve besprekingen met de groep van internationale investeerders — met de participatie van de Luxemburgse overheid — die belangstelling heeft voor de verwerving van Dexia Banque Internationale à Luxembourg, zoals op 6 oktober 2011 werd bekendgemaakt.*

Overname van Dexia Bank België door de Belgische overheid

De Belgische overheid heeft gelet op de risico's die voor Dexia Bank België zijn ontstaan als gevolg van de situatie in de groep Dexia, en gelet op het systemisch karakter van Dexia Bank België voor het Belgisch financieel systeem, besloten om de participatie van Dexia in Dexia Bank België over te nemen (zie bijlage). De raad van bestuur van Dexia NV heeft het aanbod van de Belgische overheid geanalyseerd, dat met name de verwerving van het volledige belang van Dexia NV in Dexia Bank België en zijn dochterondernemingen — met uitzondering van Dexia Asset Management — voor de som van 4 miljard euro omvat en een systeem van winstdeling bij een eventuele voortverkoop binnen een termijn van vijf jaar.

De raad van bestuur heeft dit aanbod geanalyseerd en er werd ook advies ingewonnen bij onafhankelijke experts.

Vanuit zijn bekommernis om het maatschappelijk belang van de groep maar ook van dat van haar dochterondernemingen, heeft de raad zijn goedkeuring gehecht aan de overname van Dexia Bank België door de Belgisch overheid.

Sur la base des chiffres au 30 juin 2011, cette opération aurait eu pour effet de réduire le bilan de 55 milliards d'euros, les risques pondérés de 42 milliards d'euros et aurait engendré une perte de l'ordre de 3,8 milliards d'euros ainsi qu'une réduction concomitante de la réserve AFS négative de 2,2 milliards d'euros.

Cette vente sera finalisée à bref délai. Elle permettra au groupe Dexia de réduire son besoin de financement à court terme de plus de 14 milliards d'euros, améliorera la solvabilité du groupe de plus de 200 points de base et réduira de 18 milliards d'euros son portefeuille d'actifs non stratégiques.

Ce rachat par l'État belge renforcera Dexia Banque Belgique dans l'intérêt de ses clients et de ses collaborateurs.

Compte tenu des liens existants entre Dexia Banque Belgique et les différentes entités du groupe Dexia, des accords de service seront mis en place rapidement pour accompagner cette reprise et maintenir une continuité opérationnelle durant la phase de transition.

Garantie des États sur les financements émis par Dexia SA et sa filiale Dexia Crédit Local

Afin de mener à bien les différentes étapes de son plan de restructuration, Dexia bénéficie d'un support important des États belge, français et luxembourgeois qui se sont engagés à garantir le financement du groupe.

Les États belge, français et luxembourgeois ont en effet décidé de garantir conjointement [mais non solidairement] les financements interbancaires et obligataires d'une durée pouvant atteindre 10 ans levés par Dexia SA et sa filiale Dexia Crédit Local; cette garantie étant répartie entre les États de la façon suivante: 60,5 % pour la Belgique, 36,5 % pour la France et 3 % pour le Luxembourg.

Le plafond de cette garantie de refinancement sera de 90 milliards d'euros; sa durée, de 10 ans, pourrait être étendue, si nécessaire, par de nouvelles autorisations.

Elle fera l'objet d'une rémunération en accord avec les exigences européennes, qui sera communiquée dès que la convention avec les États sera conclue.

Op basis van de cijfers van 30 juni 2011, zou deze operatie geleid hebben tot een vermindering van het balanstotaal met 55 miljard euro en een daling van de gewogen risico's met 42 miljard euro. Dit zou geleid hebben tot een verlies van 3,8 miljard euro en een gelijktijdige verbetering van de negatieve AFS-reserve met 2,2 miljard euro.

De verkoop wordt in de nabije toekomst gesloten. Dankzij deze transactie kan de groep Dexia haar kortetermijnfinancieringsbehoeften terugdringen met meer dan 14 miljard euro, kan de solvabiliteit van de groep worden verbeterd met bijna 200 basispunten en zal haar portefeuille van niet-strategische activa kunnen worden verminderd met 18 miljard euro.

Door die overname wordt Dexia Bank België versterkt in het belang van zijn klanten en zijn werknemers.

Rekening houdend met de bestaande banden tussen Dexia Bank België en de diverse entiteiten van de groep Dexia, worden er op korte termijn dienstverleningsovereenkomsten gesloten om deze overname te begeleiden en om de operationele continuïteit gedurende een overgangsperiode te garanderen.

Staatswaarborg voor de financieringen die worden uitgegeven door Dexia NV en zijn dochteronderneming Dexia Crédit Local

Om de diverse fasen van dit herstructureringsplan tot een goed einde te brengen, krijgt Dexia aanzienlijke steun van de Belgische, de Franse en de Luxemburgse overheid, die zich ertoe verbonden hebben garant te staan voor de financiering van de groep.

De Belgische, Franse en Luxemburgse nationale overheden hebben immers besloten om zich gezamenlijk maar niet hoofdelijk borg te stellen voor de interbancaire en obligatiefinancieringen die een looptijd kunnen hebben van 10 jaar en die door Dexia NV en haar dochteronderneming Dexia Crédit Local worden opgehaald. De verstrekte waarborg wordt als volgt over de nationale overheden gespreid: 60,5 % voor België, 36,5 % voor Frankrijk en 3 % voor Luxemburg.

De bovengrens voor die herfinancieringswaarborg bedraagt 90 miljard euro; de looptijd ervan, zijnde 10 jaar, kan indien nodig worden verlengd op grond van nieuwe machtigingen.

Voor de waarborg in kwestie wordt een vergoeding betaald die overeenstemt met de Europese vereisten. De vergoeding van de waarborg zal meegedeeld worden van zodra de conventie met de Staten afgesloten is.

Les principales modalités de cette garantie ont été acceptées par le conseil d'administration.

La mise en œuvre de cette garantie directe, autonome et payable à première demande sera validée en Belgique par arrêté royal délibéré en Conseil des ministres, en France par une disposition en loi de finance et au Luxembourg par un Règlement grand-ducal délibéré en Conseil.

Comme le souhaitent les États, la garantie sera validée dans les plus brefs délais et donne l'assurance aux déposants et aux créanciers du groupe que Dexia disposera d'une liquidité suffisante.

Négociation d'un accord avec la Caisse des Dépôts et Consignations et La Banque Postale relatif au financement des collectivités locales en France

Le conseil d'administration a mandaté l'administrateur délégué pour qu'il poursuive et conclue rapidement avec la Caisse des Dépôts et Consignations et La Banque Postale un accord relatif au financement des collectivités locales en France comprenant notamment l'adossment de Dexia Municipal Agency à la Caisse des Dépôts et Consignations.

Cette opération d'adossment permettrait à Dexia Municipal Agency de bénéficier du soutien de la Caisse des Dépôts et Consignations et réduirait le besoin de financement à court terme de Dexia de près de 10 milliards d'euros.

Confirmation de l'entrée en négociations exclusives en vue de la cession de Dexia Banque Internationale à Luxembourg

Le conseil d'administration confirme la poursuite de négociations sur une base exclusive en vue de la cession de Dexia Banque Internationale à Luxembourg à un groupement d'investisseurs internationaux avec la participation du Grand Duché du Luxembourg. Une offre liante sera formulée à l'issue d'une période d'exclusivité de deux semaines commençant le 10 octobre.

La mise en œuvre de ces mesures sera conduite dans le respect du dialogue social et des intérêts des collaborateurs. Les trois États seront attentifs à ce que les droits et les intérêts des employés du groupe et de ses filiales soient préservés. Les collaborateurs de la holding Dexia SA se verront offrir la possibilité de rejoindre les filiales de tête du groupe Dexia SA – Dexia Crédit Local, Dexia Banque Belgique et Dexia Banque

De belangrijkste voorwaarden i.v.m. die waarborg werden aanvaard door de raad van bestuur.

De implementatie van die rechtstreekse, autonome en op het eerste verzoek betaalbare waarborg wordt in België goedgekeurd bij een in de Ministerraad overlegd koninklijk besluit, in Frankrijk krachtens een bepaling van de loi de finances en in Luxemburg krachtens een in de Conseil overlegd Règlement grand-ducal.

Zoals de nationale overheden dat wensen, wordt de waarborg zo snel mogelijk goedgekeurd en geeft ze de depositohouders en de schuldeisers van de groep de verzekering dat Dexia over voldoende liquiditeit beschikt.

Onderhandelen met het oog op een akkoord met de Caisse des Dépôts et Consignations en La Banque Postale in verband met de financiering van de Franse lokale overheden

De raad van bestuur heeft de gedelegeerd bestuurder een mandaat verleend om verder te onderhandelen met de Caisse des Dépôts et Consignations en La Banque Postale met het oog op het snel sluiten van een overeenkomst omtrent de financiering van de Franse lokale overheden, wat onder meer de structurele toenaadering van Dexia Municipal Agency tot de Caisse des Dépôts et Consignations inhoudt.

Dankzij deze operatie zou Dexia Municipal Agency de steun van Caisse des Dépôts et Consignations kunnen genieten en zou de financieringsbehoefte op korte termijn van Dexia met bijna 10 miljard euro kunnen afnemen.

Bevestiging van het opstarten van exclusieve onderhandelingen met het oog op de verkoop van de Dexia Banque Internationale à Luxembourg

De raad van bestuur bevestigt de voortzetting van exclusieve onderhandelingen met het oog op de verkoop van de Dexia Banque Internationale à Luxembourg aan een groep van internationale investeerders met de participatie van het Groothertogdom Luxemburg. Een bindend offer zal uitgebracht worden na een exclusiviteitsperiode van twee weken die begint op 10 oktober.

De uitvoering van deze maatregelen zal gebeuren met inachtneming van de sociale dialoog en de belangen van de werknemers. De drie landen zullen erop toezien dat de rechten en de belangen van de werknemers van de groep en haar dochterondernemingen worden gevrijwaard. De medewerkers van de holding Dexia NV krijgen de mogelijkheid om te gaan werken in de overkoepelende entiteiten van de groep Dexia

Internationale à Luxembourg – suivant leur localisation respective.”.

*
* *

— 18 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA:

“Dexia confirme que la signature de la convention définitive réglant les modalités de l'accord de cession de Dexia Banque Belgique à l'État belge conclu et annoncé le 9 octobre dernier est prévue après approbation par le conseil d'administration de Dexia SA qui se réunira le 19 octobre prochain.”.

*
* *

— 20 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA: “Poursuite de la restructuration du groupe Dexia”:

“Le conseil d'administration de Dexia s'est réuni ce jour et a pris connaissance de l'évolution des différents volets de la restructuration du groupe. Le conseil d'administration a:

- *validé les termes de la convention de cession de Dexia Banque Belgique à l'État belge;*
- *approuvé les termes d'un protocole de négociation avec la Caisse des Dépôts et La Banque Postale relatif au financement des collectivités locales françaises;*
- *mandaté l'administrateur délégué afin d'engager des procédures de cession de certaines entités opérationnelles du groupe.*

Il a par ailleurs été informé de l'état des discussions avec la Commission européenne qui devra approuver les mesures structurelles envisagées.

Finalisation de la vente de Dexia Banque Belgique à l'État belge

Dexia et l'État belge ont finalisé ce jour la convention de cession de Dexia Banque Belgique à la Société Fédérale de Participations et d'Investissement (SFPI), agissant pour le compte de l'État belge, selon les termes et conditions de l'offre faite à Dexia SA le 9 octobre dernier.

NV – Dexia Crédit Local, Dexia Bank België en Dexia Banque Internationale à Luxembourg – afhankelijk van hun respectieve plaats van tewerkstelling.”.

*
* *

— 18 oktober 2010, persbericht van Dexia NV:

“Dexia bevestigt dat de ondertekening van de definitieve overeenkomst, die de voorwaarden van het op 9 oktober gesloten en aangekondigde akkoord voor de verkoop van Dexia Bank België aan de Belgische overheid regelt, zal plaatsvinden na goedkeuring door de raad van bestuur van Dexia NV op 19 oktober a.s.”.

*
* *

— 20 oktober 2011, persbericht van Dexia NV: “Verdere herstructurering van de groep Dexia”:

“De raad van bestuur van Dexia is vandaag bijeengekomen en heeft kennis genomen van de evolutie van de verschillende delen van de herstructurering van de groep. De raad van bestuur heeft:

- *de bepalingen van de verkoopovereenkomst van Dexia Bank België aan de Belgische overheid goedgekeurd;*
- *de voorwaarden van een onderhandelingsprotocol met de Caisse des Dépôts en La Banque Postale in verband met de financiering van de Franse lokale besturen goedgekeurd;*
- *de gedelegeerd bestuurder gemachtigd om verkoopprocedures op te starten met betrekking tot een aantal operationele entiteiten van de groep.*

Hij werd voorts op de hoogte gebracht van de stand van zaken van de besprekingen met de Europese Commissie die alle geplande structurele maatregelen zal moeten goedkeuren.

Afronding van de verkoop van Dexia Bank België aan de Belgische overheid

Dexia en de Belgische overheid hebben vandaag de verkoopovereenkomst afgerond van Dexia Bank België aan de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij (FPIM), handelend voor rekening van de Belgische overheid, overeenkomstig de bepalingen en voorwaarden van het aanbod dat op 9 oktober laatstleden werd gedaan aan Dexia NV.

*La participation de 49 % de Dexia Banque Bel-
gique dans Dexia Asset Management sera transférée
au groupe Dexia préalablement au closing de cette
transaction, sous réserve de validation des autorités
de contrôle. La cession porte donc sur l'ensemble des
actifs et passifs et filiales et participations de Dexia
Banque Belgique à la date de closing, à l'exception de
sa participation dans Dexia Asset Management.*

*Dès le closing de l'opération, prévu le 20 oc-
tobre 2011, la SFPI détiendra 100 % des actions de
Dexia Banque Belgique.*

*Le prix de cession s'élève à 4 milliards d'euros et
Dexia SA bénéficiera d'un mécanisme de complément
de prix, sous certaines conditions, en cas de cession
ultérieure de Dexia Banque Belgique (cf. lettre d'offre
annexée au communiqué de presse publié par Dexia
le 10 octobre 2011).*

*Le produit de la cession sera principalement affecté
au remboursement anticipé des financements octroyés
par Dexia Banque Belgique à Dexia SA et Dexia Crédit
Local.*

*Les accords de refinancement intra-groupe octroyés
par Dexia Banque Belgique aux autres entités du
groupe seront maintenus et réduits graduellement selon
des principes établis dans la convention de cession.*

*Sur la base des chiffres au 30 juin 2011, cette cession
aurait eu pour effet, pour le groupe Dexia, de réduire:*

- la taille de son bilan de 144 milliards d'euros, pour
s'établir à 374 milliards d'euros;*
- les risques pondérés de 45 milliards d'euros, pour
s'établir à 82 milliards d'euros;*
- son besoin de financement à court terme de 16 mil-
liards d'euros, pour s'établir à 80 milliards d'euros;*
- le montant nominal de son portefeuille obligataire
en run-off (bond portfolio in run-off) de 19 milliards
d'euros, pour s'établir à 76 milliards d'euros;*
- l'encours des obligations d'État des pays PIIGS,
exprimé en MCRE (Maximum Credit Risk Exposure) de
9 milliards d'euros, pour s'établir à 12 milliards d'euros.*

*Conformément aux termes de l'accord de cession,
l'État belge veillera à ce que le groupe Dexia soit*

*Het belang van 49 % van Dexia Bank België in
Dexia Asset Management zal vóór de afronding van
deze transactie overgeheveld worden naar de groep
Dexia, onder voorbehoud van de goedkeuring door de
regelgevende instanties. De verkooptransactie heeft
dus betrekking op alle activa en passiva en op alle
dochterondernemingen en deelnemingen van Dexia
Bank België op de datum van de closing, met uitzon-
dering van Dexia Asset Management.*

*Na de closing van deze transactie, voorzien op
20 oktober 2011, zal de FPIM 100 % van de aandelen
van Dexia Bank België bezitten.*

*De verkoopprijs bedraagt 4 miljard euro en Dexia
NV heeft onder bepaalde voorwaarden recht op een
meerprijs bij een latere voortverkoop van Dexia Bank
België (zie de brief met betrekking tot het aanbod zoals
deze werd opgenomen in het persbericht dat Dexia
publiceerde op 10 oktober 2011).*

*De opbrengst van de verkoop wordt hoofdzakelijk
gebruikt voor de vervroegde terugbetaling van de
financieringen die Dexia Bank België heeft toegekend
aan Dexia NV en Dexia Crédit Local.*

*De intragroep-financieringen die door Dexia Bank
België werden toegekend aan de andere entiteiten
van de groep, zullen behouden blijven en geleidelijk
worden afgebouwd conform de bepalingen van de
verkoopovereenkomst.*

*Op basis van de cijfers van 30 juni 2011 zou deze
verkoop voor de groep Dexia hebben geleid tot een
vermindering van:*

- de omvang van haar balans met 144 miljard euro
tot 374 miljard euro;*
- de gewogen risico's met 45 miljard euro tot 82
miljard euro;*
- haar financieringsbehoeften op korte termijn met
16 miljard euro tot 80 miljard euro;*
- het nominaal bedrag van haar obligatieportefeuille
in afbouw (bond portfolio in run-off) met 19 miljard euro
tot 76 miljard euro;*
- de uitstaande overheidsobligaties van de PIIGS-
landen, uitgedrukt in MCRE (Maximum Credit Risk
Exposure) met 9 miljard euro tot 12 miljard euro.*

*Conform de voorwaarden van deze verkoopover-
eenkomst ziet de overheid erop toe dat de groep Dexia*

immunisé contre tout risque de perte ou responsabilité lié aux encours sur Arco, Ethias et Holding Communal.

De plus amples informations sur les données chiffrées pro-forma du groupe Dexia après cession de Dexia Banque Belgique sont disponibles en annexes.

Un comité de transition, composé de représentants de la SFPI, du groupe Dexia et de Dexia Banque Belgique sera mis en place afin de superviser le dénouement des liens fonctionnels étroits existant entre Dexia Banque Belgique et le groupe Dexia. Ce comité veillera en particulier au maintien de la continuité opérationnelle dans des domaines clés tels que le financement, les ressources humaines et Opérations & IT.

Protocole de négociation entre la Caisse des Dépôts, Dexia et La Banque Postale

Dexia, la Caisse des Dépôts et La Banque Postale ont finalisé les termes d'un protocole de négociation dans le domaine du financement des collectivités locales françaises. Ce protocole a été approuvé ce jour par le conseil d'administration du groupe Dexia après avoir pris connaissance d'une attestation d'équité (fairness opinion). Il sera soumis à l'approbation de la Commission européenne.

Il comprend deux volets principaux:

- **L'acquisition par la Caisse des Dépôts et La Banque Postale de respectivement 65 % et 5 % du capital de Dexia Municipal Agency, une société de crédit foncier (SCF) du groupe Dexia dédiée au refinancement des prêts aux collectivités locales**

Depuis sa création en 1999, Dexia Municipal Agency a pour objet unique de refinancer des prêts au secteur public ou des expositions garanties par le secteur public via l'émission d'Obligations Foncières. Elle est la seule SCF exclusivement dédiée au refinancement du secteur public. Filiale à 100 % de Dexia Crédit Local, Dexia Municipal Agency avait à fin juin 2011 un total de bilan de 89,9 milliards d'euros et un encours d'Obligations Foncières de 63,4 milliards d'euros.

L'adossment de Dexia Municipal Agency à la Caisse des Dépôts permettrait de renforcer la solidité de sa note triple A.

Le protocole de négociation prévoirait également l'acquisition, par la Caisse des Dépôts et La Banque

beschermtd wordt tegen elk risico op verlies en elke verantwoordelijkheid met betrekking tot de uitstaande bedragen op Arco, Ethias en de Gemeentelijke Holding.

In de bijlage vindt u meer informatie over de pro-formacijfers van de groep Dexia na de verkoop van Dexia Bank België.

Er wordt een overgangscomité opgericht dat bestaat uit vertegenwoordigers van de FPIM, de groep Dexia en Dexia Bank België, om toe te zien op de afwikkeling van de nauwe samenwerkingsverbanden die bestaan tussen Dexia Bank België en de rest van de groep. Dit comité zal in het bijzonder toezien op het behoud van de operationele continuïteit in sleuteldomeinen zoals financiering, human resources en Operations & IT.

Onderhandelingsprotocol tussen Caisse des Dépôts, Dexia en La Banque Postale

Dexia, Caisse des Dépôts en La Banque Postale hebben een onderhandelingsprotocol afgesloten op het vlak van de financiering van de Franse lokale openbare besturen. Dit protocol werd vandaag goedgekeurd door de raad van bestuur van de groep Dexia, na kennis te hebben genomen van een onafhankelijke waardering (fairness opinion). Het zal voorgelegd worden aan de goedkeuring van de Europese Commissie.

Het omvat twee belangrijke onderdelen:

- **De verwerving door Caisse des Dépôts en La Banque Postale van een deelneming van respectievelijk 65 % en 5 % in het kapitaal van Dexia Municipal Agency, een société de crédit foncier (SCF) van de groep Dexia die zich toelegt op de herfinanciering van de leningen aan de lokale openbare besturen**

Sinds zijn oprichting in 1999 legt Dexia Municipal Agency zich enkel toe op financiering van de leningen aan de openbare sector of van door de openbare sector gewaarborgde uistaande bedragen via de uitgifte van covered bonds (Obligations Foncières). Ze is de enige SCF die zich uitsluitend toelegt op de herfinanciering van de openbare sector. Dexia Municipal Agency is een 100 %-dochteronderneming van Dexia Crédit Local, met per eind juni 2011 een balanstotaal van 89,9 miljard euro en 63,4 miljard euro aan uitstaande covered bonds.

De structurele toenadering van Dexia Municipal Agency tot Caisse des Dépôts biedt de mogelijkheid op een versterking van haar triple A-rating.

Het onderhandelingsprotocol zou eveneens voorzien in de verwerving, door Caisse des Dépôts en La Banque

Postale, de certains outils et moyens de gestion nécessaires à l'exercice de ces activités.

La gestion opérationnelle de Dexia Municipal Agency, s'effectuerait notamment au travers d'un contrat de service avec Dexia Crédit Local.

• Un nouvel outil commercial au service des collectivités locales en France

Une co-entreprise détenue respectivement à 65 % et 35 % par La Banque Postale et la Caisse des Dépôts serait créée. Cette entité aurait pour fonction de concevoir et de distribuer des prêts aux collectivités locales françaises financés via Dexia Municipal Agency. Ce nouvel outil s'appuierait, au travers d'un contrat de services, sur les savoir-faire combinés de Dexia Crédit Local, la Caisse des Dépôts et La Banque Postale.

Impacts pour Dexia

Au 30 juin 2011, cette opération aurait eu pour effet de réduire le bilan du groupe Dexia d'environ 65 milliards d'euros et son besoin de liquidité de plus de 10 milliards d'euros. Elle aurait engendré une moins-value de cession de l'ordre de 680 millions d'euros.

Il est prévu par le protocole que Dexia fournisse à Dexia Municipal Agency, d'une part, des garanties de performance et de risque juridique portant sur un portefeuille de 10 milliards d'euros de prêts structurés conclus avec des collectivités locales françaises et, d'autre part, une garantie sur les pertes qui excéderaient 10 points de base sur le total de l'encours, soit plus de dix fois le niveau de perte historique de Dexia Municipal Agency.

Par ailleurs, Dexia bénéficierait d'une contre-garantie de l'État français sur ce même portefeuille de prêts structurés à hauteur de 70 % des pertes excédant 500 millions d'euros. Cette contre-garantie est subordonnée à un accord de la Commission européenne.

Au-delà du dispositif décrit dans le protocole, Dexia Crédit Local reste impliqué dans le financement local et continuera à offrir une large gamme de produits et services financiers à ses clients du secteur public, notamment via la collecte de dépôts, la distribution de contrats d'assurances (via Sofaxis), la prestation de services immobiliers (via Exterimmo) ou de leasing automobile (via Dexia LLD) ainsi que la fourniture de services à la personne (Domiserve). Dexia Crédit Local maintiendra une relation de prêteur avec ses clients

Postale, van bepaalde beheersinstrumenten noodzakelijk voor de uitoefening van deze activiteit.

Voor het operationeel beheer van Dexia Municipal Agency zou een beroep gedaan worden op een dienstverleningsovereenkomst met Dexia Crédit Local.

• Een nieuw commercieel instrument ten dienste van de lokale besturen in Frankrijk

Een joint venture, voor respectievelijk 65 % en 35 % in handen van La Banque Postale en Caisse des Dépôts zou worden opgericht. Deze joint venture zou als opdracht hebben leningen aan de Franse lokale openbare besturen toe te kennen en te verdelen die via Dexia Municipal Agency worden gefinancierd. Dit nieuwe instrument zou via een dienstverleningsovereenkomst, de knowhow van zowel Dexia Crédit Local, Caisse des dépôts en La Banque Postale benutten.

Impact voor Dexia

Op 30 juni 2011 zou deze transactie hebben geleid tot een inkrimping van de balans van de groep Dexia met ongeveer 65 miljard euro en van haar liquiditeitsbehoefte met meer dan 10 miljard euro. Zij zou hebben geleid tot een minwaarde van ongeveer 680 miljoen euro.

Het protocol bepaalt dat Dexia enerzijds waarborgen (prestatie en juridische risico) verstrekt aan Dexia Municipal Agency op een portefeuille van 10 miljard euro aan gestructureerde leningen toegekend aan de Franse lokale openbare besturen, en anderzijds, een waarborg verleent op de verliezen die 10 basispunten op het totale uitstaande bedrag zouden overschrijden, wat neerkomt op meer dan 10 keer het potentiële verlies van Dexia Municipal Agency.

Bovendien zou Dexia van een tegenwaarborg van de Franse overheid genieten op dezelfde portefeuille van gestructureerde leningen ten belope van 70 % van de verliezen boven 500 miljoen euro. Deze tegenwaarborg is onderworpen aan een goedkeuring door de Europese Commissie.

Bovenop de bepalingen van het voornoemde protocol, blijft Dexia Crédit Local betrokken bij de financiering van de lokale besturen en blijft het een ruim gamma van financiële producten en diensten aanbieden aan zijn klanten uit de openbare sector, onder meer via de inzameling van deposito's, de distributie van verzekeringscontracten (via Sofaxis), het verlenen van vastgoeddiensten (via Exterimmo) of leasing van wagens (via Dexia LLD), alsook het verstrekken van diensten aan individuele personen (Domiserve). Voor zijn klanten

non couverts par la co-entreprise, selon des modalités à préciser dans l'accord à venir.

Calendrier

Dexia, la Caisse des Dépôts et La Banque Postale vont mener les discussions nécessaires en vue de soumettre dans les meilleurs délais un projet d'accord définitif aux instances représentatives du personnel compétentes ainsi qu'à leurs organes de gouvernance respectifs. La mise en œuvre de ce protocole de négociation resterait soumise à l'accord des autorités de contrôle prudentiel et de concurrence compétentes.

Procédures de cession d'entités opérationnelles du groupe

Le conseil d'administration du groupe Dexia a mandaté l'administrateur délégué afin d'examiner les conditions dans lesquelles sa participation de 50 % dans RBC Dexia Investor Services, détenue en joint venture, est susceptible d'être cédée et pour engager le processus de cession.

Le conseil d'administration a, d'autre part, donné mandat à l'administrateur délégué pour lancer, dans le cadre d'une procédure ouverte et concurrentielle, le processus de cession de Dexia Asset Management et de sa participation de 99,84 % dans DenizBank.

Le conseil d'administration a également été informé de l'avancement des discussions relatives à la cession de Dexia Banque Internationale à Luxembourg.

Chacune de ces cessions fera l'objet d'une approbation préalable par la Commission européenne.

Publication des résultats trimestriels du groupe Dexia

Dexia n'envisage pas de modifier le calendrier de publication de ses résultats trimestriels. Conformément aux dispositions légales, la communication des résultats du troisième trimestre 2011, prévue pour le 9 novembre 2011, se fera toutefois sous la forme d'une "déclaration intermédiaire" et non d'un rapport financier trimestriel compte tenu de la profonde restructuration traversée par le groupe."

*
* *

die niet via de joint venture bediend worden blijft Dexia Crédit Local leningen verstrekken volgens voorwaarden die nog in een latere overeenkomst moeten worden vastgelegd.

Tijdschema

Dexia, Caisse des Dépôts en La Banque Postale zullen de nodige gesprekken voeren om zo snel mogelijk een definitief ontwerpakkoord voor te leggen aan de bevoegde instanties die het personeel vertegenwoordigen, alsook aan hun respectieve beheersorganen. De implementatie van dit onderhandelingsprotocol zou onderworpen blijven aan het akkoord van de bevoegde instanties voor de prudentiële en de mededingingscontrole.

Procedures met betrekking tot de verkoop van operationele entiteiten van de groep

De raad van bestuur van de groep Dexia heeft de gedelegeerd bestuurder gemachtigd om de voorwaarden te bekijken onder dewelke haar participatie van 50 % in de joint venture RBC Dexia Investor Services zou kunnen verkocht worden en om het verkoopproces op te starten.

De raad van bestuur heeft anderzijds de gedelegeerd bestuurder gemachtigd om, binnen een open en concurrentiële procedure, het verkoopproces op te starten van Dexia Asset Management en van zijn belang van 99,84 % in DenizBank.

De raad van bestuur werd ook op de hoogte gebracht van de vordering van de gesprekken rond de verkoop van Dexia Banque Internationale à Luxembourg.

Elke van deze verkooptransacties maakt het voorwerp uit van een voorafgaande goedkeuring door de Europese Commissie.

Bekendmaking van de kwartaalresultaten van de groep Dexia

Dexia is niet van plan om het tijdschema voor de publicatie van zijn kwartaalresultaten te wijzigen. In overleg met de toezichhoudende instanties zal de bekendmaking van de resultaten over het derde kwartaal van 2011, die gepland is voor 9 november 2011, evenwel gebeuren in de vorm van een "tussentijdse verklaring" en niet van een trimestrieel financieel verslag, gelet op de grondige herstructurering van de groep."

*
* *

— 27 octobre 2011, communiqué de presse de Dexia SA: “Complément d’information concernant le communiqué de presse de l’Autorité bancaire européenne”:

“L’Autorité bancaire européenne a publié aujourd’hui l’estimation des besoins en capital de 70 banques européennes. Un déficit de capital de 3,9 milliards d’euros a été identifié pour le groupe Dexia.

Ce chiffre est basé sur les données du mois de juin et ne reflète donc pas la situation actuelle du groupe engagé dans une profonde restructuration depuis octobre 2011 (voir communications des 10 et 20 octobre 2011), comme précisé par l’Autorité bancaire européenne.

La finalisation de la vente de Dexia Banque Belgique, pour un montant de 4 milliards d’euros, a eu lieu le 20 octobre 2011. Sur la base de la méthodologie utilisée par l’Autorité bancaire européenne, cette vente réduit le déficit en capital de 2,2 milliards d’euros à 1,7 milliard d’euros.

Dexia informera le marché à intervalles réguliers sur les diverses cessions qui devraient intervenir dans un futur proche et améliorer la position de capital du groupe.”.

4. Les conséquences pour certains actionnaires de référence

Tous les actionnaires sont bien entendu touchés par la chute du cours de l’action Dexia consécutive au démantèlement, en fonction du prix qu’ils ont payé pour acheter les actions et de l’évolution future du cours. Pour les actionnaires de référence belges, les conséquences sont désastreuses. Nous pouvons essayer de les évaluer.

4.1 Holding Communal

À la suite du démantèlement de Dexia et des pertes énormes générées par celui-ci, le Holding Communal a été mis en liquidation par décision de l’assemblée générale du 7 décembre 2011. Selon des informations parues dans la presse, le passif net serait supporté par les Régions (570 millions d’euros), le pouvoir fédéral (132,5 millions d’euros), Dexia Banque Belgique (101,5 millions d’euros) et Ethias, le fonds bruxellois du logement et d’autres institutions pour 31 millions d’euros. Les éventuelles pertes supplémentaires seraient également supportées par Dexia Banque Belgique.

— 27 oktober 2011, persbericht van Dexia NV: “Aanvullende informatie over het persbericht van de European Banking Authority”:

“De European Banking Authority publiceerde vandaag de geraamde kapitaalbehoeften van 70 Europese banken. Voor de groep Dexia werd een kapitaaltekort van 3,9 miljard euro bekendgemaakt.

Dat cijfer is gebaseerd op de gegevens van de maand juni en weerspiegelt dus niet de huidige situatie van de groep, die sinds oktober 2011 (zie mededelingen van 10 en 20 oktober 2011) een grondige herstructurering ondergaat, zoals overigens door de European Banking Authority wordt aangehaald.

De afronding van de verkoop van Dexia Bank België voor een bedrag van 4 miljard euro vond plaats op 20 oktober 2011. Op basis van de methode die de European Banking Authority hanteert, vermindert die verkoop het kapitaaltekort met 2,2 miljard euro tot 1,7 miljard euro.

Dexia gaat de markt geregeld op de hoogte houden van de diverse verkooptransacties die wellicht in de nabije toekomst zullen plaatsvinden en die de kapitaalpositie van de groep zullen verbeteren.”.

4. De gevolgen voor sommige referentieaandeelhouders

Alle aandeelhouders worden uiteraard getroffen door de koersval van het aandeel Dexia ter gelegenheid van de ontmanteling, in functie van hun aankoopprijs en de toekomstige ontwikkeling van de koers. Voor de Belgische referentieaandeelhouders zijn de gevolgen desastreus en hiervan kunnen we trachten een inschatting te maken.

4.1 Gemeentelijke Holding

Als gevolg van de ontmanteling van Dexia en de enorme verliezen die deze met zich brengt, is de Gemeentelijke Holding bij beslissing van een algemene vergadering van 7 december 2011 in vereffening gesteld. Volgens berichten in de pers zou het netto passief gedragen worden door de Gewesten (570 miljoen euro), de federale overheid (132,5 miljoen euro), Dexia Bank België (101,5 miljoen euro) en Ethias, het Brussels huisvestingsfonds en andere instellingen voor 31 miljoen euro. Eventuele bijkomende verliezen zouden eveneens door Dexia Bank België gedragen worden.

La situation financière du Holding Communal était déjà très précaire longtemps avant le démantèlement de Dexia, comme le savaient d'ailleurs toutes les parties concernées.

En 2008, les Régions flamande et wallonne ont commandé une étude à ce sujet à *Ernst & Young* et *Petercam*, respectivement. Selon les déclarations du ministre-président flamand³, les conclusions étaient claires: l'avenir du Holding Communal est lié, à long terme, à un redressement du cours boursier de Dexia. Il est essentiel de trouver rapidement une solution pour le Holding Communal afin de faire face aux retombées négatives de la chute du cours de Dexia. Une faillite du Holding Communal aurait en effet d'importantes conséquences négatives pour Dexia et les communes-actionnaires. Indirectement, elle pourrait aussi avoir des conséquences négatives pour d'autres actionnaires comme Ethias, Arco et les Régions.

La position de faiblesse de l'un des actionnaires de référence de Dexia SA posait également des problèmes sur le plan prudentiel; le 26 mai 2011, le gouverneur de la BNB a attiré l'attention, dans une lettre adressée au premier ministre et au ministre des Finances, avec copie aux ministres-présidents des Régions, sur la situation financière particulièrement précaire du Holding Communal, par suite de la valorisation totalement irréaliste des actions Dexia, de dettes s'élevant à 68 % du total du bilan et de la clôture de l'exercice sur une perte de dix-sept millions d'euros. De plus, les perspectives étaient sombres, étant donné qu'il était totalement tributaire des revenus de sa participation dans Dexia. Par cette lettre, le comité de direction de la BNB souhaitait inciter les autorités à prendre des décisions en vue d'un apurement.⁴ Le gouvernement fédéral et les Régions avaient en effet déjà fourni des garanties dans le passé au Holding Communal, notamment dans le cadre des crédits octroyés par DBB, qui s'élevaient initialement à 800 millions d'euros jusqu'au 30 septembre 2009. Dans le courant de 2010 et jusqu'au début de 2011, cette garantie a été progressivement supprimée.

L'une des conditions de cette garantie était la recapitalisation du Holding Communal, ce qui a alors conduit à l'augmentation de capital en septembre 2009, à l'occasion de laquelle un dividende privilégié de 13 %

De financiële positie van de Gemeentelijke Holding was al zeer precair lang voor de ontmanteling van Dexia, zoals ook bij alle betrokkenen bekend was.

In 2008 werd hieromtrent een onderzoek besteld door het Vlaamse en Waalse Gewest bij respectievelijk *Ernst & Young* en *Petercam*. Volgens verklaringen van de Vlaamse minister-president³ waren de conclusies duidelijk: De toekomst van de Gemeentelijke Holding hangt op langere termijn samen met een herstel van de aandelenkoers van Dexia. Een oplossing voor de Gemeentelijke Holding is op korte termijn cruciaal om de negatieve gevolgen van de koersval van Dexia op te vangen. Een faillissement van de Gemeentelijke Holding zou immers belangrijke negatieve gevolgen hebben voor Dexia en de gemeenten-aandeelhouders. Indirect zou dit ook kunnen leiden tot negatieve gevolgen bij andere aandeelhouders zoals Ethias, Arco en de Gewesten.

De zwakke positie van één van de referentieaandeelhouders van Dexia NV stelde ook op prudentieel vlak problemen en op 26 mei 2011 vestigde de gouverneur van de NBB met een brief aan de eerste minister en de minister van Financiën, met een kopie naar de ministers-presidenten van de Gewesten, de aandacht op de bijzonder zwakke financiële situatie van de Gemeentelijke Holding, als gevolg van de totaal onrealistische waardering van de Dexia-aandelen, de schulden ten belope van 68 percent van het balanstotaal en de afsluiting van het boekjaar met een verlies van zeventien miljoen euro. Bovendien waren de vooruitzichten somber, gezien de volkomen afhankelijkheid van inkomsten uit de Dexiaparticipatie. Met deze brief wilde het directiecomité van NBB de overheden aanzetten tot het nemen van beslissingen met het oog op aanzuivering.⁴ De federale regering en de Gewesten hadden immers al voorheen waarborgen verstrekt aan de Gemeentelijke Holding, onder meer in het kader van de kredieten verstrekt door DBB, oorspronkelijk ten belope van 800 miljoen euro tot 30 september 2009. In de loop van 2010 tot begin 2011 wordt deze waarborg geleidelijk afgebouwd.

Eén van de voorwaarden van deze garantie was de herkapitalisatie van de Gemeentelijke Holding. Dit heeft dan geleid tot de kapitaalverhoging in september 2009 waarbij aan de deelnemende gemeenten een preferent

³ Parlement flamand, *Gedachtewisseling over het dossier van de Gemeentelijke Holding, met een delegatie van de Vlaamse Regering — Verslag namens de Verenigde Commissies voor Algemeen Beleid, Financiën en Begroting en voor Bestuurszaken, Binnenlands Bestuur, Decreetsevaluatie, Inburgering en Toerisme*, Document 1373 (2011-2012) — N° 9, <http://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2011-2012/g1373-7.pdf>.

⁴ Parlement flamand, Audition de M. L. Coene le 14 décembre 2011, Document 1373 (2011-2012), - N° 7, <http://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2011-2012/g1373-7.pdf>.

³ Vlaams parlement, *Gedachtewisseling over het dossier van de Gemeentelijke Holding, met een delegatie van de Vlaamse Regering — Verslag namens de Verenigde Commissies voor Algemeen Beleid, Financiën en Begroting en voor Bestuurszaken, Binnenlands Bestuur, Decreetsevaluatie, Inburgering en Toerisme*, Stuk 1373 (2011-2012) — Nr. 9, <http://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2011-2012/g1373-7.pdf>.

⁴ Vlaams Parlement, Hoorzitting met Dhr. L. Coene op 14 december 2011, Stuk 1373 (2011-2012), - Nr. 7, <http://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2011-2012/g1373-7.pdf>.

a été promis aux communes participantes (qui ne pouvait bien sûr être attribué que sur la base de futurs dividendes de Dexia). Selon les déclarations faites par le président du conseil d'administration et par le délégué à la gestion journalière du Holding Communal au cours des auditions, le montant de ce dividende préférentiel prévu était justifié en regard de ce que cela aurait coûté d'emprunter ce montant et en regard du coût pour les communes participantes, et l'objectif était de permettre à toutes les communes, quelle que soit leur situation financière, de souscrire à l'augmentation de capital, pour éviter toute dilution de leur position. Cette construction est cependant remise en question par de nombreuses personnes.

Après le démantèlement de Dexia, les autorités fédérale et régionales n'ont plus aucune raison de maintenir le Holding Communal en vie. On opte pour une liquidation plutôt que pour une faillite parce que cette voie pourrait donner un meilleur résultat et parce qu'une faillite pourrait porter atteinte à la réputation de ce qui peut tout de même être considéré comme une entreprise publique.

4.2. Le groupe Arco

Le 8 décembre 2011, les assemblées générales extraordinaires des sociétés coopératives Arcopar, Arcoplus et Arcofin ont décidé de procéder à une liquidation, faisant directement suite au démantèlement de Dexia. Les pertes du groupe Dexia consécutives au démantèlement et le manque de perspectives sur de futurs résultats ont contraint Arco à constater la perte encourue sur sa participation. Arcofin SCRL est la société d'investissement du groupe Arco qui investissait par le passé dans Dexia groupe. Cet investissement a été réalisé par l'apport, en 2001, de l'ancienne banque coopérative BACOB et de l'assureur DVV dans Dexia groupe. Fin 2010, Arcofin détenait en portefeuille 249,9 millions d'actions Dexia d'une valeur comptable totale de 2,47 milliards d'euros. Selon le communiqué de presse du groupe Arco daté du 16 novembre 2011, sur une base consolidée, c'est un maximum de 1,7 milliard d'euros du capital coopératif du groupe Arco qui est touché, dont 1,5 milliard d'euros a été apporté par les coopérateurs particuliers. Pour l'instant, on ne dispose pas d'estimations du résultat net potentiel de la liquidation, qui prendra probablement plusieurs années.

dividend van 13 % werd voorgehouden (dat uiteraard slechts kon toegekend worden uit toekomstige dividenden van Dexia). Volgens verklaringen van de voorzitter van de raad van bestuur en de dagelijks bestuurder van de Gemeentelijke Holding tijdens de hoorzittingen, was de hoogte van dit vooropgestelde preferente dividend verantwoordt in vergelijking met wat het zou kosten om dit bedrag te lenen en in vergelijking met de kostprijs voor de deelnemende gemeenten en was het de bedoeling om daarmee aan alle gemeenten de kans te geven, ongeacht hun financiële positie, om in te tekenen op de kapitaalverhoging en hun positie zo niet te laten verwateren. Deze constructie wordt echter door velen in vraag gesteld.

Na de ontmanteling van Dexia is er voor de federale en gewestelijke overheden geen reden meer om de Gemeentelijke Holding te laten voortbestaan. Er wordt geopteerd voor een vereffening eerder dan een faillissement omdat deze laatste weg mogelijk een beter resultaat geeft en omwille van de reputatieschade die zou kunnen optreden als gevolg van het faillissement van wat toch als een overheidsbedrijf kan worden aanzien.

4.2 Groep Arco

Op 8 december 2011 beslisten de buitengewone algemene vergaderingen van de coöperatieve vennootschappen Arcopar, Arcoplus en Arcofin tot vereffening over te gaan als direct resultaat van de ontmanteling van Dexia. De verliezen van de groep Dexia als gevolg van de ontmanteling en het gebrek aan vooruitzichten op toekomstige resultaten noopten Arco het verlies op haar participatie vast te stellen. Arcofin CVBA is de investeringsmaatschappij van de groep Arco die in het verleden investeerde in Dexia groep. Dit gebeurde door de inbreng in 2001 van de vroegere coöperatieve bank BACOB en de verzekeraar DVV in Dexia groep. Eind 2010 had Arcofin 249,9 miljoen aandelen Dexia in portefeuille aan een totale boekwaarde van 2,47 miljard euro. Volgens het persbericht van de groep Arco van 16 november 2011 is op geconsolideerde basis maximum 1,7 miljard euro aan coöperatief kapitaal van de groep Arco in het gedrang. Daarvan is 1,5 miljard euro aangebracht door particuliere coöperatieve vennoten. Op dit ogenblik zijn er ons geen inschattingen bekend van het mogelijke netto resultaat van de vereffening die waarschijnlijk verschillende jaren in beslag zal nemen.

Par suite de l'arrêté royal du 10 octobre 2011⁵, les compétences du Fonds spécial de protection des dépôts et des assurances sur la vie⁶ ont été étendues à la protection du capital d'associés-personnes physiques de sociétés coopératives agréées à concurrence d'un maximum de 100 000 euros par associé. Cette garantie ne s'applique pas aux associés institutionnels.

Cette garantie a été accordée, par arrêté royal du 7 novembre 2011⁷, aux sociétés coopératives Arcopar, Arcofin et Arcoplus.

L'arrêté royal du 10 octobre 2011, modifiant l'arrêté royal du 14 novembre 2008⁸, justifie cette extension du régime de garantie en renvoyant à *"l'extrême urgence motivée par la menace grave de crise systémique constatée par la Banque Nationale de Belgique, ainsi que par la nécessité de limiter, le plus rapidement possible, l'ampleur et les effets de la crise actuelle sur les marchés financiers, de préserver la confiance dans le système financier belge et d'éviter ainsi une crise systémique"* et encore au fait que *"les parts des sociétés coopératives agréées ont, dans certains cas, toutes les caractéristiques d'un produit d'épargne, censé offrir aux associés un revenu régulier et leur assurer le remboursement sur demande, moyennant des contraintes assez limitées, du capital investi; qu'il se justifie donc d'accorder à ces parts un régime de garantie équivalent à celui qui existe pour des produits d'épargne de substitution, c'est-à-dire les dépôts bancaires et les assurances "branche 21"; que la possibilité d'étendre la protection des dépôts au capital des*

Als gevolg van een koninklijk besluit van 10 oktober 2011⁵ werd de bevoegdheid van het Bijzonder Fonds ter bescherming van de deposito's en de levensverzekeringen⁶ uitgebreid tot de bescherming van het kapitaal van de vennoten-natuurlijke personen van de erkende coöperatieve vennootschappen voor een maximum van 100 000 euro per vennoot. Deze waarborg geldt niet voor institutionele vennoten.

Deze waarborg werd via een koninklijk besluit van 7 november 2011⁷ toegekend aan de coöperatieven Arcopar, Arcofin en Arcoplus.

Het koninklijk besluit van 10 oktober 2011, dat het koninklijk besluit van 14 oktober 2008⁸ wijzigt, verantwoordt deze uitbreiding van de garantieregeling door te wijzen op *"de dringende noodzakelijkheid gemotiveerd door de ernstige dreiging van een systemische crisis, vastgesteld door de Nationale Bank van België, en door de noodzaak om zo snel mogelijk de omvang en de gevolgen van de huidige crisis op de financiële markten te beperken, het vertrouwen in het Belgische financiële stelsel te vrijwaren en aldus een systemische crisis te voorkomen"* en nog *"dat de aandelen in de erkende coöperatieve vennootschappen in bepaalde gevallen alle kenmerken hebben van een spaarproduct, dat geacht wordt aan de vennoten geregelde inkomsten aan te bieden en hen op verzoek, binnen vrij beperkte grenzen, terugbetaling te verzekeren; dat het derhalve verantwoord is om voor deze aandelen in een beschermingsregeling te voorzien gelijkwaardig aan deze die bestaat voor alternatieve spaarproducten, met name de bankdeposito's en de verzekeringen "tak 21"; dat de*

⁵ Arrêté royal du 10 octobre 2011 modifiant l'arrêté royal du 14 novembre 2008 portant exécution de la loi du 15 octobre 2008 portant des mesures visant à promouvoir la stabilité financière et instituant en particulier une garantie d'État relative aux crédits octroyés et autres opérations effectuées dans le cadre de la stabilité financière, en ce qui concerne la protection des dépôts et des assurances sur la vie, et modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers portant extension du système de protection au capital de sociétés coopératives agréées.

⁶ Ce Fonds spécial a été créé au sein de la Caisse des Dépôts et Consignations du SPF Finances en application de l'arrêté royal précité du 14 novembre 2008.

⁷ Arrêté royal du 7 novembre 2011 octroyant une garantie afin de protéger le capital de sociétés coopératives agréées.

⁸ Arrêté royal du 10 octobre 2011 modifiant l'arrêté royal du 14 novembre 2008 portant exécution de la loi du 15 octobre 2008 portant des mesures visant à promouvoir la stabilité financière et instituant en particulier une garantie d'État relative aux crédits octroyés et autres opérations effectuées dans le cadre de la stabilité financière, en ce qui concerne la protection des dépôts et des assurances sur la vie, et modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers portant extension du système de protection au capital de sociétés coopératives agréées.

⁵ Koninklijk besluit van 10 oktober 2011 tot wijziging van het koninklijk besluit van 14 november 2008 tot uitvoering van de wet van 15 oktober 2008 houdende maatregelen ter bevordering van de financiële stabiliteit en inzonderheid tot instelling van een staatsgarantie voor verstrekte kredieten en andere verrichtingen in het kader van de financiële stabiliteit, voor wat betreft de bescherming van de deposito's en de levensverzekeringen, en tot wijziging van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten houdende de uitbreiding van de beschermingsregeling tot het kapitaal van erkende coöperatieve vennootschappen.

⁶ Dat Bijzonder Fonds werd binnen de Deposito- en Consignatiekas van de FOD Financiën opgericht in uitvoering van het bovenvermelde koninklijk besluit van 14 november 2008.

⁷ Koninklijk besluit van 7 november 2011 tot toekenning van een garantie tot bescherming van het kapitaal van erkende coöperatieve vennootschappen.

⁸ Koninklijk besluit van 10 oktober 2011 tot wijziging van het koninklijk besluit van 14 november 2008 tot uitvoering van de wet van 15 oktober 2008 houdende maatregelen ter bevordering van de financiële stabiliteit en inzonderheid tot instelling van een staatsgarantie voor verstrekte kredieten en andere verrichtingen in het kader van de financiële stabiliteit, voor wat betreft de bescherming van de deposito's en de levensverzekeringen, en tot wijziging van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten houdende de uitbreiding van de beschermingsregeling tot het kapitaal van erkende coöperatieve vennootschappen.

sociétés coopératives agréées, dans un court délai, conformément à l'annonce faite précédemment à cet égard, est un élément important susceptible de renforcer la confiance du public, sur une base comparable à celle qui existe déjà pour les dépôts bancaires et les assurances "branche 21".

Ce régime prévoit donc que lors de la clôture de la liquidation, le fonds de protection peut indemniser les coopérateurs particuliers d'Arcopar, d'Arcofin et d'Arco-plus pour d'éventuelles pertes.

La constatation que ces arrêtés royaux sont postérieurs à la date du démantèlement de Dexia (l'arrêté royal du 7 novembre 2011 produit ses effets le 14 octobre 2011) a suscité de nombreuses questions dans la presse et pendant les auditions. De même, à la question de principe de savoir si les actionnaires de sociétés coopératives peuvent être assimilés à des épargnants, les réponses divergent.

Lors de son audition, la présidente du comité de direction d'Arco a retracé la chronologie de l'octroi du régime de garantie pour les coopérateurs:

- En octobre 2008, a été élaborée la loi visant à protéger les dépôts d'épargne et la branche 21, mais elle n'a pu être finalisée pour les coopératives;
- Ensuite, le gouvernement est tombé et, le 14 avril 2009, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers a été modifiée. Cette modification prévoit que le gouvernement est autorisé à élaborer, en cas de crise, un mécanisme de garantie pour les coopératives;
- Ensuite, le gouvernement est passé en affaires courantes, de sorte que le cadre n'a pu être achevé;
- En septembre 2011, Arco a soulevé une nouvelle fois la question et le 9 septembre 2011, le principe a été approuvé en Conseil des ministres, ensuite de quoi l'arrêté royal-cadre et l'arrêté royal pour le groupe Arco ont été pris;
- Dans les comptes au 31 mars 2009, le groupe Arco avait d'ailleurs inscrit une provision en vue de la rémunération de la garantie, preuve s'il en est que l'on avait déjà, à l'époque, l'intention d'adhérer au régime de garantie.

mogelijkheid om de depositobescherming, in lijn met de eerdere aankondiging terzake, op korte termijn uit te breiden tot het kapitaal van erkende coöperatieve vennootschappen, een belangrijk element is om het vertrouwen van het publiek te kunnen versterken, op een gelijkaardige basis als deze die reeds bestaat voor de bankdeposito's en de verzekeringen "tak 21".

Deze regeling voorziet er dus in dat de particuliere coöperatieve vennoten van Arcopar, Arcofin en Arcoplus kunnen vergoed worden voor eventuele verliezen door het beschermingsfonds bij het afsluiten van de vereffening.

De vaststelling dat deze koninklijke besluiten dateren van na de datum van de ontmanteling van Dexia (het koninklijk besluit van 7 november 2011 heeft uitwerking met ingang van 14 oktober 2011) heeft in de pers en tijdens de hoorzittingen tot heel wat vragen geleid. Ook de principiële vraag of aandeelhouders van coöperatieve vennootschappen kunnen gelijkgesteld worden met spaarders wordt niet door iedereen op dezelfde wijze beantwoord.

De voorzitter van het directiecomité van Arco lichtte tijdens haar hoorzitting de tijdslijn voor het toekennen van de garantieregeling voor de coöperanten toe:

- In oktober 2008 werd de wet rond de bescherming van spaardeposito's en van tak 21 uitgewerkt maar voor de coöperatieven werd dat niet afgewerkt;
- Daarna is de regering gevallen en op 14 april 2009 is dan de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten gewijzigd. Daarmee werd voorzien dat de regering gemachtigd is om in geval van crisis een waarborgregeling voor de coöperatieven uit te werken;
- Daarna was er echter een regering in lopende zaken zodat het kader niet kon worden afgewerkt;
- In september 2011 heeft Arco dit opnieuw aangekaart en op 9 september 2011 werd het principe goedgekeurd in Ministerraad. De uitwerking van het kader-koninklijk besluit en het koninklijk besluit voor de groep Arco zijn dan gevolgd;
- De groep Arco had trouwens in de rekeningen per 31 maart 2009 een voorziening geboekt voor de waarborgvergoeding wat aangeeft dat toen al de intentie bestond om toe te treden tot de garantieregeling.

Le système est également toujours à l'étude auprès de la Commission européenne, qui avait adressé, en décembre 2011, une série de questions au gouvernement fédéral à cet égard. En attendant une décision définitive, la Commission européenne demande à l'État belge de ne pas verser de garanties. En outre, un certain nombre de parties concernées ont également adressé une requête en annulation des arrêtés royaux précités auprès du Conseil d'État.

4.3 Ethias

En 2008, Ethias avait également bénéficié d'une aide publique et était également tenue, de ce fait, d'exécuter un plan de restructuration. Le sauvetage a aussi eu pour effet de modifier totalement la structure. La compagnie d'assurances Ethias assurances SA est aujourd'hui devenue une filiale à 100 % d'Ethias Finance SA, dont l'État détient la majorité des actions: l'État fédéral (par le biais de la SFPI), la Région wallonne (par le biais du FIWAPAC) et la Région flamande détiennent, chacun, 25 % des actions plus une. Ethias Droit commun AAM détient le reste (25 % moins trois actions).

En 2008, Ethias avait participé à l'augmentation de capital de Dexia à hauteur de 150 millions d'euros. Le nouveau paquet initial d'actions Dexia détenu par Ethias a enregistré des décotes au cours de 2008 et de 2010, si bien que fin 2010, celui-ci n'était plus coté qu'à un cours de 3,85 euros par action. Ethias savait d'ailleurs à ce moment qu'elle devait se défaire de ces actions: l'une des conditions du plan de relance passait par la vente, par Ethias SA, d'au moins 90 % de son portefeuille d'actions. La vente d'environ 98 millions d'actions à la société mère, Ethias Finance SA, a été réalisée en 2011 à un cours de 2,81 euros par action, obligeant Ethias SA à concéder une nouvelle perte de 82 millions d'euros.

En vue de consolider sa position financière après la reprise des actions Dexia de sa filiale, Ethias Finance SA a voulu placer une émission d'obligations d'un montant de 280 millions d'euros en décembre 2011. Ethias n'a toutefois pas trouvé suffisamment de souscripteurs privés sur le marché et a fait partiellement appel aux gouvernements fédéral et régionaux pour y souscrire.

4.4 Incidence sur les autorités

Outre l'incidence de la chute du cours de l'action Dexia sur la valeur du portefeuille des pouvoirs publics, il y a d'autres coûts et risques considérables. En premier lieu, il y a le risque lié aux garanties de l'État couvrant le financement du groupe résiduel, dont le résultat final

De regeling is ook nog in onderzoek bij de Europese Commissie die in december 2011 een aantal vragen in dit verband heeft gesteld aan de federale regering. In afwachting van een definitieve uitspraak vraagt de Europese Commissie aan de Belgische Staat om geen waarborgen uit te keren. Daarenboven dienden ook een aantal partijen een verzoek tot vernietiging van de voormelde koninklijke besluiten in bij de Raad van State.

4.3 Ethias

Ethias had in 2008 eveneens staatssteun ontvangen en moest daardoor ook een herstructureringsplan uitvoeren. Als gevolg van de redding werd ook de structuur volledig gewijzigd. De verzekeringsmaatschappij Ethias verzekeringen NV is nu een 100 % dochter van Ethias Finance NV, waarin de overheid de meerderheid van de aandelen bezit: de Staat (via de FPIM), het Waalse Gewest (via FIWAPAC) en het Vlaamse Gewest bezitten elk 25 % van de aandelen plus één aandeel. Ethias Gemeen Recht OVV bezit het restant (25 % min drie aandelen).

Ethias had voor 150 miljoen euro deel genomen aan de kapitaalverhoging van Dexia in 2008. Op het oorspronkelijke en nieuwe pakket Dexia aandelen in het bezit van Ethias werden in de loop van 2008 en 2010 waardeverminderingen geboekt, zodat het op het einde van 2010 nog aan een koers van 3,85 euro per aandeel gewaardeerd was. Ethias wist toen trouwens dat het deze aandelen van de hand moest doen; één van de voorwaarden van het herstelplan was de verkoop door Ethias NV van ten minste 90 % van haar aandelenportefeuille. De verkoop van ongeveer 98 miljoen aandelen aan de moedermaatschappij Ethias Finance NV werd in 2011 verwezenlijkt aan een koers van 2,81 euro per aandeel waardoor Ethias NV nogmaals 82 miljoen euro verlies moest nemen.

Ter versterking van haar financiële positie na de overname van de Dexia aandelen van haar dochter, heeft Ethias Finance NV in december 2011 een obligatieuitgifte van 280 miljoen euro in de markt willen plaatsen. Ethias vond echter in de markt onvoldoende private intekenaars en deed gedeeltelijk een beroep op de federale en gewestregeringen om hierop in te schrijven.

4.4 Effect op de overheden

Bovenop het directe effect van de koersval van het aandeel Dexia op de waarde van de portefeuille van de overheden, zijn er aanzienlijke andere kosten en risico's. In de eerste plaats is er het risico verbonden aan de Staatswaarborgen voor de financiering van de

ne sera connu, dans le meilleur des cas, que dans de nombreuses années. Deuxièmement, il y a le prix payé pour la reprise de la banque belge, avec une incidence directe sur la dette de l'autorité fédérale. Par ailleurs, les différentes autorités sont aussi exposées à des pertes et à des risques sur les actionnaires de référence belges historiques.

Tous ces coûts et risques pèsent naturellement aussi sur la notation de crédit et peut-être le développement économique futur du pays.

En ce qui concerne le Holding Communal, ce risque est généré par les constitutions de garantie des autorités fédérale et régionales et par les pertes éventuelles que Dexia Banque Belgique risque dès lors d'encore devoir supporter. Pour Arco, le risque se situe au niveau de l'incertitude quant à l'issue de la liquidation et à l'éventuelle entrée en vigueur du système de garantie des dépôts en vertu duquel l'autorité fédérale devrait prendre en charge les pertes des coopérateurs privés. Pour Ethias, les risques se situent surtout dans le fait que l'État et les Régions sont le principal actionnaire du groupe d'assurance et qu'ils partagent ainsi les moins-values enregistrées sur les actions Dexia en raison du cours à la baisse de l'action.

Les pouvoirs locaux essuient naturellement aussi des pertes de par la liquidation du Holding Communal et des éventuelles moins-values directes sur les actions Dexia.

restgroep en waarvan het uiteindelijke resultaat in het beste geval slechts over vele jaren zal bekend zijn. Ten tweede is er de prijs betaald voor de overname van de Belgische bank met een rechtstreekse invloed op de schuldpositie van de federale overheid. Daarnaast zijn de verschillende overheden nog blootgesteld aan verliezen en risico's op de historische Belgische referentieaandeelhouders.

Al deze kosten en risico's wegen uiteraard ook op de kredietrating en mogelijk op de toekomstige economische ontwikkeling van het land.

In verband met de Gemeentelijke Holding ontstaan deze door de garantiestellingen door de federale en gewestelijke overheden en via de eventuele verliezen die Dexia Bank België daarop nog dient te dragen. Bij Arco ligt het risico bij de onzekere afloop van de vereffening en het mogelijk in werking treden van het depositogarantiesysteem waardoor de federale overheid de verliezen van de particuliere coöperanten op zich zou dienen te nemen. Bij Ethias liggen de risico's vooral in hoofde van het feit dat de Staat en de Gewesten de grootste aandeelhouder van de verzekeringsgroep zijn en zo delen in de minderwaarden op de Dexia aandelen door de koersval van het aandeel.

De lokale besturen zijn natuurlijk eveneens verliezer door de vereffening van de Gemeentelijke Holding en eventuele rechtstreekse minderwaarden op de Dexia aandelen.

PARTIE III

RECOMMANDATIONS DE LA COMMISSION SPECIALE

L'onde de chocs de la grave crise bancaire et financière de 2008 a secoué tout le monde bancaire de notre pays. Elle a constitué une grave menace pour notre modèle social et a nécessité l'intervention de nos pouvoirs publics.

La "Commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire" a été mise en place par notre Parlement en 2009 avec la mission de décrire les origines de cette crise, son impact sur le secteur bancaire de notre pays et la façon dont les pouvoirs publics avaient géré celle-ci.

Plus de 180 recommandations ont été édictées par cette commission, lesquelles ont été en partie adoptées par notre Parlement, les instances européennes et/ou mondiales.

L'encre des travaux de cette commission n'était pas encore sèche qu'une seconde crise, d'une origine différente, est survenue: celle de la dette souveraine.

Si la crise de 2008 trouve son origine dans les dérives du crédit privé américain, celle de 2011 trouve sa source dans l'incapacité de certains États à faire face à leurs dettes et à leurs engagements.

C'est pourtant de la même façon que le manque de confiance a gagné les marchés et a fragilisé une série d'institutions et pays. Parmi ces institutions bancaires, le groupe Dexia a été la seule institution systémique qui a connu des difficultés qui ont abouti à son démantèlement.

La Commission spéciale Dexia mise en place le 27 octobre 2011, a, au travers des auditions réalisées, des informations collectées, du travail de ses deux experts, Messieurs Swolfs et Hübner, analysé les raisons qui ont abouti à ce démantèlement.

C'est en remontant dans le passé, en passant au crible les décisions stratégiques prises par les différents organes de cette société, en analysant les forces centrifuges internes et externes à celle-ci que nous avons examiné les circonstances qui ont contraint au démantèlement de Dexia et le rôle des différents acteurs et intervenants lesquels sont repris dans le présent rapport auquel font suite les recommandations de notre commission.

DEEL III

AANBEVELINGEN VAN DE BIJZONDERE COMMISSIE

De schokgolf van de diepe crisis van het bank- en financiewezen in 2008 heeft 's lands hele bankwereld op zijn grondvesten doen daveren. Hij vormde een ernstige bedreiging voor ons sociaal model en vergde het optreden van onze overheid.

Ons Parlement heeft in 2009 de "Bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis" opgericht. Die kreeg als taak de oorzaken van die crisis te beschrijven, evenals de gevolgen ervan voor de banksector van ons land en de wijze waarop de overheid de zaken had aangepakt.

Die commissie heeft meer dan 180 aanbevelingen gedaan, die gedeeltelijk werden aangenomen door ons Parlement alsook door de Europese en/of mondiale instanties.

De inkt van die commissiewerkzaamheden was nog niet droog toen een tweede crisis van een andere oorsprong uitbrak: de staatsschuldencrisis.

Terwijl de crisis van 2008 haar oorsprong vond in de uitwassen van het particulier krediet in de VS, werd die van 2011 veroorzaakt door het onvermogen van sommige lidstaten om hun schulden en hun verbintenissen na te komen.

Toch heeft op identieke wijze een gebrek aan vertrouwen zich meester gemaakt van de markt, wat een reeks instellingen en landen heeft verzwakt. Van die bankinstellingen was Dexia de enige systeemrelevante instelling die met moeilijkheden te kampen kreeg die hebben geleid tot de ontmanteling van de groep.

De op 27 oktober 2011 ingestelde Bijzondere commissie Dexia heeft de oorzaken van die ontmanteling geanalyseerd, via de door haar georganiseerde hoorzittingen, de verzamelde informatie en het werk van de twee experts, de heren Swolfs en Hübner.

Door gebeurtenissen uit het verleden na te trekken, de strategische beslissingen van de verschillende organen van die vennootschap onder de loep te nemen, alsook de centrifugale daarop inwerkende interne en externe krachten te analyseren, hebben wij de omstandigheden onderzocht die tot de ontmanteling van Dexia noopten, evenals de rol van de diverse actoren en betrokkenen die zijn opgenomen in dit verslag, dat wordt gevolgd door de aanbevelingen van onze commissie.

Contexte international

La problématique du démantèlement de Dexia SA en octobre 2011 s'inscrit dans un contexte plus large que la Belgique, car le Groupe fait partie des "Global Systemically Important Financial Institutions" (Global SIFIs). Depuis la crise financière et bancaire de 2008, la menace que les activités des SIFIs font peser sur l'économie à travers leur impact potentiel sur la stabilité du secteur financier et l'effet domino qu'elles peuvent produire, a été prise à bras-le-corps par plusieurs institutions internationales. Parmi celles-ci, il convient de rappeler le rôle majeur de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), qui a pris un certain nombre d'initiatives qui auront dans les prochaines années une influence primordiale sur le travail de réforme opéré au niveau international, européen et national. On peut principalement noter les initiatives suivantes:

— Le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire (BCBS) qui, à travers les Accords de Bâle III "dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires", met au point "un ensemble de mesures nouvelles, que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a élaboré pour renforcer la réglementation, le contrôle et la gestion des risques dans le secteur bancaire. Ces mesures visent à:

o améliorer la capacité du secteur bancaire à absorber les chocs résultant des tensions financières et économiques, quelle qu'en soit la source

o améliorer la gestion des risques et la gouvernance
o renforcer la transparence et la communication au sein des banques.

Elles sont axées sur:

o la réglementation au niveau des banques, dite microprudentielle, qui renforcera la résilience des établissements face à des périodes de tension

o les risques systémiques, macroprudentiels, qui peuvent s'accumuler dans le secteur bancaire, et leur amplification procyclique dans le temps.

o Ces deux approches à l'égard du contrôle bancaire sont complémentaires car le renforcement de la résilience des établissements réduit le risque de chocs d'ampleur systémique."

— Le *Financial Stability Board* (FSB), qui vise à résoudre les problèmes de vulnérabilité et à développer et mettre en œuvre des politiques fortes notamment au niveau de la régulation et de la supervision dans l'intérêt de la stabilité financière.

Internationale context

De problematiek van de ontmanteling van Dexia NV in oktober 2011 overstijgt België, want de Groep maakt deel uit van de "Global Systemically Important Financial Institutions" (Global SIFIs). Sinds de financiële en bankencrisis van 2008 hebben verschillende internationale instellingen de dreiging die de activiteiten van de SIFIs inhouden voor de economie via de potentiële weerslag ervan op de stabiliteit van de financiële sector en het domino-effect dat ze kunnen veroorzaken, grondig aangepakt. In dat opzicht zij gewezen op de zeer belangrijke rol van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB), die een aantal initiatieven heeft genomen die de komende jaren een primordiale invloed zullen hebben op het op internationaal, Europees en nationaal niveau aangevatte hervormingswerk. Vooral de volgende initiatieven kunnen voor het voetlicht worden gebracht:

— Het Bazel-comité op het bancaire toezicht, dat via de Bazel III-akkoorden door de "wereldwijde regeling ter versterking van het weerstandsvermogen van de bankinstellingen- en systemen" (vertaling), de laatste hand legt aan "een pakket nieuwe maatregelen dat het Bazel-comité op het bancaire toezicht heeft uitgewerkt om de reglementering, de controle op en het beheer van de risico's in de banksector aan te scherpen. Die maatregelen hebben tot doel:

o het vermogen te verbeteren van de banksector om de uit de financiële en economische spanningen voortvloeiende schokken op te vangen, ongeacht de oorsprong daarvan,

o het risicobeheer en de governance te verbeteren
o de transparantie en de communicatie binnen de banken te intensiveren.

Ze richten zich op:

o de regulering op het niveau van de banken, de zogenaamde microprudentiële regulering, die het weerstandsvermogen van de banken in tijden van spanning zal vergroten

o de systemische, macroprudentiële risico's die zich in de banksector kunnen ophopen, en de procyclische toename ervan in de tijd.

o Die twee benaderingen van het banktoezicht vullen elkaar aan want de vergroting van het weerstandsvermogen van de instellingen doet het gevaar voor schokken van systemische omvang afnemen"(vertaling).

— Het *Financial Stability Board* (FSB), dat tot doel heeft een oplossing aan te reiken voor de problemen inzake kwetsbaarheid en een doortastend beleid uit te werken op het vlak van de zelfregulering en van de supervisie in het belang van de financiële stabiliteit.

Dans ce cadre, le FSB a publié un “guide” présentant les attributs-clés que devraient présenter les régimes de résolutions efficaces pour les institutions financières.

A l’instar des initiatives prises par les autorités de contrôle à l’égard de Dexia, il convient d’évaluer dans le détail les moyens à mettre en œuvre pour anticiper la transposition de ces principes dans les moyens d’action à disposition des autorités de contrôle dans leur arsenal de contrôle. Au niveau législatif, l’état d’avancement de l’adoption de Bâle III en Belgique est lié au processus européen. Il conviendra à cet égard de s’inscrire dans l’agenda européen et d’évaluer dans quelle mesure les recommandations permettent de compléter utilement les mesures adoptées au niveau international

A. CONTRÔLE

A.1. Exercice du contrôle

1. La commission recommande de:

— généraliser l’agrément spécifique en cas de lancement d’un nouveau produit, ce qui permet à la FSMA d’interdire ou de suspendre la vente de certains produits destinés au grand public et de limiter sa vente auprès de certains types de clients;

— d’assister le consommateur dans l’appréciation des risques afférents aux produits (classification de type MIFID, etc.), par l’introduction de labels.

2. La commission propose que les autorités de contrôle systématisent leurs audits sur les portefeuilles qui peuvent présenter un risque.

3. Dans le cadre du pilier II de Bâle III, la commission propose que l’autorité de contrôle établisse des directives permettant d’interdire la distribution d’un dividende lorsque la banque dépasse un certain “*leverage ratio*” (levier trop important) et ne satisfait pas aux normes en matière de liquidités et de solvabilité.

4. La commission recommande à l’autorité de contrôle de renforcer le contrôle *ex ante*.

5. La commission recommande d’obliger les institutions financières systémiques à présenter annuellement aux autorités de contrôle le sommaire des recommandations et de leur suivi.

Het FSB heeft in dat verband een “gids” gepubliceerd met de kernattributen die de doeltreffende oplossingsregelingen voor de financiële instellingen zouden moeten bevatten.

In navolging van de initiatieven van de toezichhouders ten aanzien van Dexia, behoort in detail te worden onderzocht welke middelen moeten worden ingezet om te anticiperen op de omzetting van die principes in actiemiddelen die moeten worden opgenomen in het toezichtsinstrumentarium van de toezichhouders. Op wetgevend vlak is de stand van zaken in verband met de goedkeuring van Bazel III in België gerelateerd aan het verloop van het Europese proces. In dat verband moeten we ons bij de Europese agenda aansluiten en moet worden nagegaan in welke mate de aanbevelingen een zinvolle aanvulling kunnen vormen op de op internationaal niveau goedgekeurde maatregelen.

A. CONTROLE

A.1. Uitoefening Toezicht

1. De commissie beveelt aan:

— om bij de lancering van een nieuw product de specifieke erkenning te veralgemenen, om de FSMA de mogelijkheid te geven de verkoop van bepaalde voor het grote publiek bestemde producten te verbieden of te schorsen, alsook de verkoop ervan aan klanten met een welbepaald profiel aan banden te leggen.

— door de instelling van keurmerken de consument te helpen bij de beoordeling van de productgerelateerde risico’s (classificatie van het type MIFID enzovoort).

2. De commissie stelt voor dat de toezichhouders de portefeuilles met een mogelijk risico systematisch doorlichten.

3. In het kader van de tweede pijler van Bazel III stelt de commissie voor dat de toezichhouder richtlijnen uitwerkt om een verbod in te stellen op de uitkering van een dividend wanneer de bank een welbepaalde *leverage ratio* (een te hoge hefboom) overschrijdt en de liquiditeits- en solvabiliteitsnormen niet haalt.

4. De commissie beveelt de toezichhouder aan meer *ex-ante*-toezicht te houden.

5. De commissie beveelt aan de systeemrelevante financiële instellingen ertoe te verplichten de toezichhouders jaarlijks de samenvatting te bezorgen van de aanbevelingen en van de opvolging ervan.

6. Gestion des stress tests:

La commission demande que l'Union européenne sollicite l'EBA pour qu'elle établisse une méthodologie visant à la mise en place de stress tests externes portant sur la liquidité, le *leverage* et la solvabilité des institutions financières.

7. La commission est d'avis que l'autorité de contrôle doit veiller à ce que la fluidité et la qualité des informations circulant entre les entités d'un groupe soit assurées à tout moment.

8. La commission recommande la présence d'un membre de la FSMA et de la BNB dans les CA d'institutions financières systémiques en qualité d'observateur permanent.

Cet observateur devra disposer, en même temps que les membres du conseil d'administration et du comité de direction de tous les documents mis à disposition de ceux-ci.

Les autorités de contrôle doivent être prévenues dès qu'une mise en garde est intervenue au sein de l'entreprise, par un membre du personnel, du management ou dans un organe de gestion: CA, comité de direction, comité d'audit, ... président du CA doit informer les autorités de contrôle.

9. La commission recommande d'étudier les modalités de l'extension de la capacité de contrôle de la BNB vis-à-vis des holdings financiers qui contrôlent les banques systémiques, quant à un contrôle de la légalité de certaines opérations et un contrôle *a priori*.

Dans ce cadre, il conviendra:

— de renforcer les compétences macro-prudentielles et systémiques de la BNB (recommandation de l'ESRB);

— de donner à la BNB la compétence d'imposer des mesures concrètes à des établissements financiers, systémiques ou non, notamment en termes d'exigences minimales de provisionnement ou un *loan to value* ratio.

10. La commission demande que l'autorité de surveillance veille à ce que le principe "*fit and proper*" soit mieux appliqué dans toutes les catégories de personnel des établissements financiers et en ce qui concerne les fonctions vitales comme le comité de direction, le comité d'action et le *risk management*.

11. La commission demande que l'autorité de contrôle édicte des directives claires en ce qui concerne la

6. Beheer van de stresstests:

De commissie verzoekt de Europese Unie de EBA aan te sporen een methodologie uit te werken om externe stresstests op de sporen te zetten aangaande de liquiditeit, de *leverage* en de solvabiliteit van de financiële instellingen.

7. De commissie is van oordeel dat de toezichthouder erop moet toezien dat de informatiedoorstroming tussen de entiteiten van een groep te allen tijde vlot en kwaliteitsvol verloopt.

8. De commissie beveelt aan een lid van de FSMA en van de NBB als permanente waarnemer op te nemen in de raden van bestuur van de systeemrelevante financiële instellingen.

Die waarnemer moet, gelijktijdig met de leden van de raad van bestuur en van het directiecomité, kunnen beschikken over alle aan die leden bezorgde documenten.

De toezichthouders moeten op de hoogte worden gebracht zodra een lid van het personeel, van het management of van een beheersorgaan (raad van bestuur, directiecomité, auditcomité enzovoort) een waarschuwing heeft gegeven. De voorzitter van de raad van bestuur moet de toezichthouders informeren.

9. De commissie beveelt aan de nadere regels te analyseren van de verruiming van de controlecapaciteit van de NBB ten aanzien van de financiële holdingmaatschappijen die de systeemrelevante bankinstellingen controleren, wat een toetsing van de wettigheid van bepaalde verrichtingen en een controle *a priori* betreft.

In dat verband:

— moeten de macroprudentiële bevoegdheden en de systeembevoegdheden van de NBB worden verruimd (aanbeveling van het ESRB);

— moet aan de NBB de bevoegdheid worden verleend financiële instellingen, ongeacht of het al dan niet om systeemrelevante instellingen gaat, concrete maatregelen op te leggen, met name met betrekking tot de minimale provisievereisten of een *loan to value*-ratio.

10. De commissie vraagt dat de toezichthouder erop toeziet dat het principe "*fit en proper*" in alle personeelsgeledingen van de financiële instellingen wordt toegepast en in het bijzonder wat betreft de kernfuncties zoals het Directiecomité, het actiecomité en het *risk management*.

11. De commissie vraagt dat de toezichthouder duidelijke richtlijnen uitvaardigt in verband met de combinatie

combinaison de divers mandats au sein du conseil d'administration ainsi que, le cas échéant, au sein du groupe bancaire (*Double/triple casquette*).

12. La commission propose que l'autorité de contrôle rende un avis sur toutes les augmentations de capital des institutions financières systémiques.

A.2. Information fournie par les autorités de contrôle

13. La commission est d'avis que la BNB et la FSMA doivent présenter, chaque année, leurs activités au Parlement, exposer leurs constatations quant à la santé des institutions financières et commenter les risques du secteur financier belge pour les années suivantes.

A.3. Cadre législatif du contrôle et contrôle du contrôle

14. La commission demande l'évaluation de la mise en œuvre de la législation *Twin Peaks*.

15. La commission demande que l'autorité de contrôle crée, conjointement avec le législateur, un cadre réglementaire et prudentiel dans lequel l'autorité de contrôle, le cas échéant assisté de techniciens:

- met en place un contrôle *ex ante*;
- élabore une politique macroprudentielle efficace, assortie d'un cadre juridique fort.

16. La commission demande que l'autorité de contrôle puisse disposer d'un arsenal de sanctions graduelles et de mesures incitatives.

17. La commission demande que le rôle du Parlement soit renforcé à l'égard du contrôle de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA).

18. La commission recommande que le conseil de surveillance comprenne également des membres qui ne sont pas issues du secteur financier.

19. Afin de mettre en œuvre de manière optimale ces différentes recommandations, la commission recommande d'augmenter les moyens nécessaires et en particulier en termes de personnel.

A.4. Contrôle au niveau européen

20. La commission demande une supervision centralisée européenne pour les institutions financières systémiques transnationales, associée à des accords *ex ante* en matière de répartition des charges en cas

van diverse mandaten binnen de raad van bestuur alsook, in voorkomend geval, binnen de bankengroep (*double/triple hat*).

12. De commissie stelt voor dat de toezichthouder moet een advies uitbrengen over alle kapitaalverhogingen van systeemrelevante financiële instellingen.

A.2. Door de toezichthouder verstrekte informatie

13. De commissie is van oordeel dat de NBB en de FSMA jaarlijks aan het Parlement verslag moeten uitbrengen over hun activiteiten, hun vaststellingen over de gezondheid van de financiële instellingen toelichten en de risico's die de Belgische financiële sector de komende jaren zal lopen becommentariëren.

A. 3. Wetgevend raamwerk voor het toezicht op het toezicht

14. De commissie vraagt de evaluatie van de uitvoering van de *Twin Peaks*-wetgeving.

15. De commissie vraagt dat de toezichthouder samen met de wetgever een regulerend en prudentieel raamwerk creëert waarin de toezichthouder, eventueel bijgestaan door technici:

- een *ex ante*-controle instelt;
- een doeltreffend macroprudentieel beleid uitwerkt dat vergezeld gaat van een sterk juridisch kader.

16. De commissie vraagt dat de toezichthouder kan beschikken over een arsenaal van geleidelijk oplopende sancties en stimulerende maatregelen.

17. De commissie vraagt dat de rol van het Parlement ten aanzien van de controle van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) wordt versterkt.

18. De commissie beveelt aan dat de raad van toezicht ook leden omvat die niet uit de financiële sector komen.

19. Om aan die diverse aanbevelingen optimaal uitvoering te geven, beveelt de commissie een verhoging aan van de vereiste middelen en in het bijzonder wat het personeel betreft.

A.4. Toezicht op Europees niveau

20. De commissie vraagt een gecentraliseerd Europees toezicht over de transnationale banken, gekoppeld aan *ex ante*-akkoorden betreffende de lastenverdeling in geval van crisis, dan wel een Europees resolutiefonds

de crise ou un fonds de résolution européen qui est alimenté solidairement et qui peut agir sans intervention des autorités nationales.

Une véritable supervision européenne (ou Benelux) est la seule solution. Les banques transnationales sont placées sous surveillance nationale, ce qui engendre un nivellement par le bas. Les autorités sont mises en concurrence et comme les superviseurs et les banques ont des appuis politiques, une relation très clémente s'installe entre superviseur et supervisé.

Une véritable supervision européenne peut également contribuer à un échange d'informations ou pallier ce manque d'informations.

21. La commission demande le renforcement des pouvoirs et de la compétence d'EBA, EIOPA et ESMA.

22. La commission recommande de promouvoir un évolution du mode de fonctionnement des collèges de régulateurs dans le but de:

- pouvoir imposer à l'un des superviseurs de poser un acte plus strict et ce à une majorité qualifiée;
- prévoir l'obligation d'évoquer, lors des réunions des collèges des superviseurs, les problèmes identifiés dans les différents PV des organes d'administration et de gestion d'un groupe mais aussi de ses filiales et succursales, ainsi que les stratégies à court et à moyen terme.

23. La commission recommande de durcir le dispositif européen de régulation des fonds spéculatifs

24. La commission recommande également d'établir une législation européenne, favorisant l'approfondissement du marché unique, afin d'éviter les arbitrages prudentiels et réglementaires et d'étendre la régulation au système bancaire parallèle.

B. STRUCTURES DES INSTITUTIONS

B.1. Solvabilité

25. La commission préconise d'achever la restructuration des banques pour une meilleure gestion des risques et une plus grande solvabilité et de concrétiser le plus rapidement possible les conclusions du sommet Eurozone du 26 octobre 2011 relatives à l'implémentation de Bâle III.

dat op solidaire basis van middelen wordt voorzien en dat kan optreden zonder dat de nationale overheden daarin een rol spelen.

Een volwaardige supervisie door Europa (of de Benelux) is de enige oplossing. De transnationale banken worden onder nationaal toezicht geplaatst, zodat een neerwaartse nivellering ontstaat. De overheden worden in concurrentie geplaatst, en doordat de toezichthouders en de banken politieke steun genieten, groeit er een erg milde relatie tussen de toezichthouder en de gesuperviseerde.

Een volwaardig Europese supervisie kan ook bijdragen tot de informatie-uitwisseling of een informatiekort verhelpen.

21. De commissie vraagt dat de bevoegdheden van EBA, EIOPA en ESMA zouden worden versterkt.

22. De commissie beveelt aan de werkwijze van de reguleringscolleges zodanig te wijzigen dat:

- het mogelijk wordt een van de toezichthouders ertoe te verplichten een stringentere daad te stellen bij gekwalificeerde meerderheid;
- pijnpunten waarnaar wordt verwezen in de notulen van de verschillende bestuurs- en beheersorganen van een groep, maar ook van haar dochters en filialen, alsook de lange- en middellangetermijnstrategieën, verplicht ter sprake zouden worden gebracht op de vergaderingen van de colleges van toezichthouders.

23. De commissie beveelt aan de Europese regeling voor de regulering van de speculatiefondsen te verstrengen.

24. De commissie beveelt aan prudentiële en reglementaire geschillenbeslechting te voorkomen en een verdere stap te zetten in de groei van de eengemaakte markt door in een Europese wetgeving te voorzien die voor alle financiële instellingen geldt.

B. STRUCTUUR VAN DE INSTELLINGEN

B.1. Solvabiliteit

25. De commissie beveelt aan de herstructurering van de banken te voltooien, teneinde een beter risicobeheer en een grotere solvabiliteit te bereiken. Voorts moet zo spoedig mogelijk uitvoering worden gegeven aan de conclusies van de Eurozonetop van 26 oktober 2011 betreffende de implementering van Bazel III.

26. La commission recommande l'introduction d'un *leverage* ratio maximum, conformément au planning annoncé par les Accords de Bâle III (non encore entrés en vigueur). Les objectifs sont le renforcement des exigences basées sur le risque par l'ajout d'une mesure simple, la limitation de la construction de "*leverages*" excessifs dans le système bancaire et un "*backstop*" simple, transparent et non basé sur le risque reconnu internationalement.

27. La commission demande de renforcer et de réformer la régulation et la supervision financière via l'amélioration de la qualité des fonds propres, des ratios de liquidité et d'effet levier et de favoriser le renforcement des fonds propres tout en étant attentif à éviter le renchérissement et la raréfaction du crédit aux entreprises et aux ménages.

B.2. Liquidités et modes de financement

28. La commission recommande que la BNB examine les possibilités de mieux maîtriser la gestion des liquidités des banques entre entités et d'étendre les exigences en cette matière aux succursales.

B.3. Protection des dépôts

29. La commission encourage la stabilité des dépôts individuels en instaurant un système de tarification:

— qui promet des taux de plus en plus élevés suivant l'échéance "cible" des dépôts qui lui sont confiés;

— qui pénalise d'autant plus les retraits qu'ils surviennent à une date éloignée de l'échéance-cible.

30. La Commission demande avec insistance aux pouvoirs publics de veiller à ce que les banques qui ont obtenu leur aide, soutiennent en priorité l'activité économique réelle et les ménages. La commission demande à la BNB de réaliser une étude afin d'atteindre ces objectifs.

31. La commission recommande que la BNB finalise au plus vite, au plus tard pour fin 2012, la mission d'étude qui lui a été confiée par le gouvernement quant à l'opportunité et à faisabilité pratique et financière de l'introduction d'une distinction entre les banques de dépôts et les banques d'affaires et/ou l'introduction d'un *retail ring-fence*. Cette étude analysera ce qui se fait dans l'eurozone et les autres pays européens et

26. De commissie beveelt aan een maximale *leverage* ratio in te voeren, overeenkomstig de door de (nog niet in werking getreden) Akkoorden van Bazel III aangekondigde planning. De doelstellingen zijn de versterking van de op het risico gebaseerde eisen door toevoeging van een eenvoudige maatregel, de beperking van het opzetten van buitensporige "*leverages*" in het banksysteem, en een eenvoudige en transparante "*backstop*" die niet berust op het internationaal erkende risico.

27. De commissie verzoekt om een aanscherping en een hervorming van de regulering en het financieel toezicht, via een kwalitatieve verbetering van het eigen vermogen, de liquiditeitsratio's en het hefboomeffect; voorts moet het eigen vermogen worden versterkt en uitgebouwd, waarbij erop wordt toegezien dat het niet tot prijsstijgingen komt, noch tot een moeilijker kredietverlening aan de ondernemingen en de gezinnen.

B.2. Liquiditeiten en financieringswijzen

28. De commissie beveelt aan dat de Nationale Bank de mogelijkheden onderzoekt om het liquiditeitsbeheer van de banken tussen entiteiten beter te beheersen en om de vereisten terzake uit te breiden tot de kantoren.

B.3. Bescherming van de deposito's

29. De commissie moedigt de stabiliteit van de individuele deposito's aan door de invoering van een tarifieringsregeling die:

— hogere rentes belooft naar gelang de eindvervaldatum van de toevertrouwde deposito's verderaf ligt;

— geldopnames zwaarder bestraft naarmate de termijn tussen het ogenblik waarop die plaatsvinden en de eindvervaldatum langer is.

30. De commissie dringt er in het bijzonder op aan dat de overheden erop toezien dat de door de overheid ondersteunde banken prioritair de reële economische activiteit en de gezinnen steunen. De commissie vraagt de NBB te onderzoeken hoe die doelstellingen kunnen worden bereikt.

31. De commissie beveelt aan dat de NBB zo snel mogelijk, uiterlijk tegen einde 2012, de studieopdracht voltooit die hem door de regering is toegewezen aangaande de opportuniteit en praktische en financiële haalbaarheid van de invoering van een onderscheid tussen depositobanken en zakenbanken en/of de invoering van een *retail ring-fence*. In die studie moet worden onderzocht wat in de eurozone en de andere Europese

comportera également une analyse globale d'impact relative au secteur financier belge et à l'économie belge.

Sur la base de cette étude, il conviendra d'adopter une législation visant à encadrer la spéculation pour compte propre des activités de crédit ayant une activité de dépôts, en évitant de renforcer la concentration au sein des grandes institutions de manière à promouvoir une saine concurrence dans le secteur.

La commission recommande de s'inspirer du travail de la commission Vickers en Grande-Bretagne: *ring fencing* des activités de banque de dépôt et limitation des liens entre celle-ci et le reste du groupe de façon à assurer la survie de la banque de dépôt en cas de difficultés au niveau du reste du groupe.

La commission demande à la BNB d'examiner également dans son étude la formule du cantonnement des actifs détenus en contrepartie des dépôts de la clientèle retail et PME, avec obligation de détenir ces actifs sous des formes limitativement énumérées, comme le système des *covered bonds*.

B.4. Autres

32. La commission recommande que, en concertation avec la BNB, les établissements de crédit et les entreprises d'assurances soient obligés d'établir un plan financier d'urgence ou testament financier devant permettre aux pouvoirs publics, en cas de crise financière, d'imposer rapidement et efficacement certaines mesures de redressement.

Ce plan peut être considéré comme une sorte de profil de l'institution financière placée sous surveillance (par exemple d'un contrôleur). Il décrit en détail les structures juridiques de l'institution financière et donne une valorisation (estimation) comptable réaliste des différentes composantes en cas de liquidation, le principe de l'entreprise en exploitation (*going concern*) ne pouvant plus être appliqué plus longtemps. Les structures juridiques des banques sont en effet devenues tellement complexes (souvent en raison de considérations fiscales) que, sans un tel plan, les pouvoirs publics peuvent difficilement intervenir rapidement en cas de problèmes financiers.

landen wordt gedaan, en moet ook algemeen de impact worden geanalyseerd voor de Belgische financiële sector en de Belgische economie.

De commissie beveelt aan om op grond van die studie wetgeving aan te nemen om speculatie voor eigen rekening door kredietinstellingen met een depositoactiviteit te regelen, door een te ver doorgedreven concentratie binnen de grote instellingen te voorkomen en aldus binnen de sector een gezond mededingingsklimaat te scheppen.

De commissie beveelt aan inspiratie te putten uit de aanbevelingen van de commissie-Vickers in Groot-Brittannië: *ring fencing* van de activiteiten als depositobank en beperking van de banden tussen die entiteit en de rest van de groep, zodat de depositobank kan overleven als de rest van de groep in moeilijkheden geraakt.

De commissie vraagt de NBB in haar studie tevens te onderzoeken met welke formule de activa als tegenwicht voor de deposito's van de retail- en kmo-klienten kunnen worden afgescheiden, met de verplichting die activa in bepaalde, limitatief opgesomde vormen aan te houden, zoals het systeem van *covered bonds*.

B.4. Overige

32. De commissie pleit ervoor dat de kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen er in overleg met de NBB toe worden verplicht een financieel noodplan of financieel testament op te stellen, aan de hand waarvan de overheid, in geval van een financiële crisis, snel en efficiënt bepaalde herstelmaatregelen zal kunnen opleggen.

Dat plan kan als het ware worden beschouwd als het profiel van de onder toezicht (van een toezichthouder bijvoorbeeld) geplaatste financiële instelling. Het beschrijft in detail de juridische structuren van de financiële instelling en geeft een realistische boekhoudkundige waardering (raming) van de verschillende onderdelen bij vereffening, waarbij het continuïteitsbeginsel (*going concern*) niet veel langer in acht zal kunnen worden genomen. De juridische structuren van de banken zijn immers dermate complex geworden (vaak als gevolg van fiscale overwegingen) dat het voor de overheid, bij ontstentenis van een dergelijk plan, lastig wordt om bij financiële moeilijkheden snel in te grijpen.

C. GOUVERNANCE

C.1. Gestion et Direction

33. La commission recommande de renforcer la qualité, l'expertise et l'éthique des administrateurs et des membres de la direction et de changer les mentalités dans le secteur financier:

- en encourageant les banques et leur top management à faire leur autocritique et à s'impliquer davantage dans la bonne gouvernance des établissements financiers;

- en améliorant la circulation des informations au sein de la banque et ses organismes de gestion afin que les administrateurs soient mieux informés, mais également au sein des entreprises qui contrôlent les institutions bancaires, des instances comptables, des analystes des audits internes, du *Risk Management*,...

- en s'efforçant, parallèlement aux compétences quant au fond, aux connaissances, à l'expertise et à l'expérience, d'assurer aussi la diversité des spécialisations et de l'expérience antérieure des membres pour que le processus de décision puisse être optimal et le plus large possible;

- en précisant les rôles des comités d'audit, de risques, de direction et du conseil d'administration ainsi que de leurs membres, et en s'assurant que la composition des différents comités favorise une approche critique de la gestion de l'établissement

- en veillant à ce que les administrateurs indépendants puissent agir en cette qualité afin qu'ils puissent suffisamment "défier" le management;

- en imposant aux administrateurs indépendants de signaler à l'autorité de surveillance tout ce qu'ils constatent et qui sort du cadre de la gestion normale de la banque;

- en prévoyant un nombre minimal d'administrateurs indépendants et en appliquant des sanctions éventuelles en cas de non-respect de ce nombre minimal;

- en veillant à la collégialité entre le conseil d'administration et le comité de direction des banques et en imposant des *Guidelines* de "management reporting" au conseil d'administration;

- en clarifiant dans le droit des sociétés la notion de "gestion dans l'intérêt de l'entreprise" (et non du groupe auquel elle appartient) – les administrateurs des institutions financières systémiques belges doivent défendre l'intérêt de cette entreprise et non se faire dicter une stratégie de groupe.

C. GOVERNANCE

C.1. Bestuur en Directie

33. De commissie beveelt aan de kwaliteit, deskundigheid en ethiek van de bestuurders en directieleden te versterken en de mentaliteit in de financiële sector te wijzigen door:

- banken en hun topmanagement tot zelfkritiek aan te zetten en ertoe aan te moedigen zich méér in te zetten voor het goed bestuur in de financiële instellingen;

- te zorgen voor een betere doorstroming van de informatie binnen de bank en zijn beheersorganen, opdat de bestuurders beter geïnformeerd zijn, maar ook binnen de bedrijven die de bankinstellingen controleren, de boekhoudkundige instanties, de analisten van de interne audits, het *risk management* enzovoort;

- naast inhoudelijke deskundigheid, kennis, expertise en verworven competenties ook te streven naar diversiteit inzake de specialisaties en achtergrond van de leden om het besluitvormingsproces optimaal en zo breed mogelijk te laten verlopen;

- de rol van het auditcomité, het risicocomité, het directiecomité en de raad van bestuur, alsook van de leden ervan, nader te omschrijven en zich ervan te vergewissen dat de samenstelling van de verschillende comités een kritische kijk op het beheer van de instelling bevordert;

- ervoor te zorgen dat onafhankelijke bestuurders in die hoedanigheid kunnen optreden zodat zij het management voldoende kunnen 'challengen';

- de verplichting op te nemen voor onafhankelijke bestuurders om alles wat zij waarnemen en dat buiten het normale beheer van een bank valt, te melden aan de toezichthouder;

- in een minimaal aantal onafhankelijke bestuurders te voorzien en eventueel sancties toe te passen indien dat minimum niet in acht wordt genomen;

- toe te zien op de collegialiteit tussen de raad van bestuur en het directiecomité van de banken en richtlijnen voor *management reporting* aan de raad van bestuur op te leggen;

- in het vennootschapsrecht het begrip "beheer in het belang van de onderneming" (dus niet in het belang van de groep waartoe ze behoort) te doen spelen – de bestuurders van de Belgische systeemrelevante bankinstellingen moeten de belangen van die onderneming behartigen en mogen zich niet zomaar een groepsstrategie laten opleggen.

34. La commission recommande de définir les profils requis des membres des organes des établissements financiers sous contrôle prudentiel.

35. La commission invite l'autorité de contrôle à concrétiser davantage dans la gouvernance d'entreprise, au besoin conjointement avec l'autorité réglementaire, l'*accountability* au sein de toutes les composantes des banques, ainsi qu'à procéder à une actualisation approfondie en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise et le code de bonne gouvernance.

36. La commission recommande de prévoir une incompatibilité entre le mandat d'administrateur d'une banque systémique et la qualité:

- de député (régional, fédéral ou européen);
- de membre d'un cabinet ou d'une cellule stratégique;
- d'ancien mandataire politique ayant quitté la politique active depuis moins d'un an;
- de fonctionnaire à partir du niveau A3.

C.2 Gestion des risques

37. La commission recommande aux autorités de contrôle de veiller à ce que les établissements financiers investissent davantage dans la gestion du risque propre, au sein même de l'établissement.

38. La commission recommande aux autorités de contrôle d'analyser les conséquences de montages juridiques qui impliquent une absence de contrôle sur certaines filiales ou activités d'un groupe.

39. La commission recommande que l'autorité de contrôle et, le cas échéant, le régulateur prévoient une présence garantie du responsable *risk management* lors de chaque réunion du conseil d'administration et examinent si celui-ci ne peut pas obtenir une voix consultative. Le but de cette recommandation est de concrétiser la "gestion interne du risque".

40. La commission recommande que le comité des risques envoie trimestriellement au conseil d'administration un rapport des activités à risques qu'il décèle.

41. La commission demande la mise en œuvre d'un "*backstop*" crédible qui constitue un garde-fou contre les erreurs du management, protège contre l'"incentive" pervers qu'est l'augmentation inconsidérée d'actifs à

34. De commissie beveelt aan de vereiste profielen vast te stellen voor de leden van de instanties van de financiële instellingen die onder prudentieel toezicht vallen.

35. De commissie vraagt aan de toezichthouder, waar nodig samen met de regelgever, binnen de *corporate governance* meer invulling te geven aan de "*accountability*" binnen alle geledingen van de banken, alsook een grondige actualisering door te voeren wat *corporate governance* en de code deugdelijk bestuur betreft.

36. De commissie beveelt aan om in onverenigbaarheid te voorzien tussen het mandaat van bestuurder van een systeemrelevante bankinstelling en het mandaat van:

- volksvertegenwoordiger (federaal, regionaal, Europees);
- medewerker van een kabinet of van een strategische cel;
- gewezen politicus die sinds minder dan één jaar de actieve politiek heeft verlaten;
- ambtenaar vanaf niveau A3.

C.2. Risicobeheer

37. De commissie beveelt de toezichthouders aan er bij de financiële instellingen op toe te zien dat meer wordt geïnvesteerd in eigen risicomanagement binnen de financiële instellingen zelf.

38. De commissie beveelt de toezichthouders aan de gevolgen onder de loep te nemen van juridische constructies waarbij deze of gene dochteronderneming of activiteit van een groep aan controle ontsnapt.

39. De commissie beveelt aan dat de toezichthouder, en in voorkomend geval de regelgever, in een gegarandeerde aanwezigheid van het hoofd *risk management* voorzien bij elke vergadering van de raad van bestuur en tevens nagaat of die persoon geen adviserende stem kan krijgen. Het doel van deze aanbeveling is concrete invulling te geven aan het "intern risicomanagement".

40. De commissie vraagt dat het risicocomité driemaandelijks aan de raad van bestuur een verslag bezorgt, met daarin de risicoactiviteiten die het heeft vastgesteld.

41. De commissie vraagt te voorzien in een geloofwaardige "*backstop*" die fungeert als waarschuwing tegen de vergissingen van het management, die beschermt tegen de averechts werkende *incentive* die erin

“faible risque” qui, en soi, produit du risque systémique et évite un processus de *deleveraging* forcé, qui lui aussi constitue un risque systémique.

42. La commission demande l'analyse de l'évolution de la fonction d'audit interne et de ses liens avec le conseil d'administration (*cf* document de consultation du Comité de Bâle de décembre 2011).

C.3. Rémunération

43. Pendant toute la durée de l'aide financière ou des garanties financières accordées aux institutions financières par les pouvoirs publics, il est interdit, sous peine de sanction, d'accorder des *stock-options*, des actions gratuites, des bonus ou des avantages similaires, des parachutes dorés ou le moindre paquet de départ à un administrateur exécutif ou non exécutif ou aux membres du comité de direction.

La commission recommande de mettre en œuvre cette recommandation avant fin 2012.

La commission recommande de créer un cadre européen de réglementation de l'ensemble de l'actionariat salarié en ce compris les *stocks-options*.

La commission recommande que les pouvoirs publics et l'autorité de surveillance veillent à ce que la politique de rémunération menée dans le secteur financier soit liée aux résultats à long terme.

C.4. Réviseurs

44. La commission recommande que l'Union européenne, par le biais d'une directive, renforce les règles d'indépendance et celles relatives aux conflits d'intérêts des réviseurs d'entreprises.

C.5. Actionnaires

45. La commission recommande que les administrateurs indépendants et la BNB veillent spécifiquement à ce que les actionnaires de référence d'institutions financières systémiques ne puissent porter atteinte aux principes de bonne gouvernance de ces institutions par l'entremise des administrateurs qui les représentent ou par d'autres moyens. Il est demandé à la BNB d'élaborer une réglementation à cette fin.

bestaat de activa met een lage risicograad ondoordacht te vermeerderen, wat op zich een systeemrisico inhoudt, en die voorts een gedwongen *deleveraging* voorkomt, wat evenzeer een systeemrisico inhoudt.

42. De commissie vraagt een analyse van de evolutie van de interne-auditfunctie en van de link daarvan met de raad van bestuur (*cf*. consultatiedocument van het Bazel-comité van december 2011).

C.3. Remuneratie

43. Tijdens de volledige duur van de door de overheid aan financiële instellingen verstrekte financiële steun of waarborgen is het op straffe van sanctiëring verboden om *stock options*, gratis aandelen, bonus- en soortgelijke voordelen, een gouden handdruk of enig vertrekpakket uit te keren aan uitvoerende of niet-uitvoerende bestuurders, dan wel aan de leden van het directiecomité.

De commissie beveelt aan uitvoering te verlenen aan deze aanbeveling vóór het einde van 2012.

De commissie beveelt aan een Europees regelgevingskader uit te werken voor het hele aandeelhouder- schap van werknemers, met inbegrip van de *stock options*.

De commissie beveelt aan dat de overheid en de toezichthouder erop toezien dat het in de financiële sector gevoerde remuneratiebeleid wordt gekoppeld aan de langetermijnresultaten.

C.4. Revisoren

44. De commissie beveelt aan dat de Europese Unie, door middel van een richtlijn, de regels inzake onafhankelijkheid en die met betrekking tot de belangenconflicten van de bedrijfsrevisoren verscherpt.

C.5. Aandeelhouders

45. De commissie beveelt aan dat de onafhankelijke bestuurders en de NBB er specifiek op toezien dat referentieaandeelhouders van systemische financiële instellingen geen afbreuk kunnen doen aan de beginselen van het goed bestuur van deze instellingen door middel van de tussenkomst van de bestuurders die hen vertegenwoordigen of door andere middelen. Aan de NBB wordt gevraagd hiervoor een regeling uit te werken.

D. ROLE DE L'ÉTAT DANS LES INSTITUTIONS FINANCIERES

D.1. Renforcement de la structure

46. La commission recommande l'institutionnalisation d'une cellule stratégique ayant pour mission, en coordination avec la SFPI, d'exercer de façon permanente les compétences généralement dévolues au comité de pilotage.

Cette cellule stratégique sera notamment chargée de rédiger, dans l'année de son installation, un scénario ou un plan de crise pour pouvoir réagir en cas de nouvelle crise financière. Ce scénario ou ce plan de crise devra être actualisé régulièrement.

D.2. Suivi des participations et garanties

47. La commission recommande de veiller à réduire au plus vite ses participations et les garanties accordées, et ce, dès que l'institution sera en mesure d'assumer elle-même les risques pour lesquels elle a obtenu une aide ou de rembourser l'aide en capital. Être actionnaire ne fait pas partie des missions de base des pouvoirs publics. Tant que l'État sera actionnaire, il devra toutefois faire preuve de la prudence nécessaire, tant en matière de gestion des risques qu'en matière de politique de rémunération.

Dans la mesure où l'État est un actionnaire significatif et, a fortiori, un actionnaire de contrôle, il doit contribuer à une gestion saine et prudente de la banque, à sa bonne administration et à son développement durable. Au travers du conseil d'administration, il joue dès lors un rôle important dans l'approbation et dans l'évaluation régulière de la structure de gestion, de l'organisation, du contrôle interne, de la fonction de contrôle indépendante, de la politique générale, de la gestion du risque et de la stratégie, ainsi que dans la surveillance du management à cet égard.

En tant qu'actionnaire, les pouvoirs publics doivent, en particulier, accorder l'attention requise à la prudence en matière de risques. Ils doivent prendre, à cette fin, des décisions qui s'inscrivent dans un cadre de durabilité tout en tenant compte des perspectives de long terme. Toutefois, les banques éprouvent de plus en plus de difficultés à financer des projets à long terme en raison des règles de Bâle III et de l'imposition d'exigences de fonds propres renforcées. Pour favoriser une vision à long terme, il convient dès lors de réfléchir à des ajustements qui permettent de réaliser les financements à long terme d'investissements importants.

D. OVERHEIDSROL IN FINANCIËLE INSTELLINGEN

D.1. Versterking structuur

46. De commissie beveelt de institutionalisering aan van een beleidscel die tot taak heeft, samen met de FPIM, permanent de bevoegdheden uit te oefenen die algemeen het stuurcomité toekomen.

Deze beleidscel krijgt onder meer als taak om, binnen het jaar na haar installatie, een draaiboek of crisisplan op te stellen om gewapend te zijn tegen een eventuele nieuwe financiële crisis. Dit draaiboek of crisisplan moet geregeld geactualiseerd worden.

D.2. Opvolging participaties en garanties

47. De commissie beveelt aan dat de overheid ervoor dient te zorgen dat zij haar participaties en verstrekte waarborgen zo snel mogelijk afbouwt op het moment dat de instelling in staat is om de risico's waarvoor ze steun kreeg zelf te dragen of de kapitaalsteun terug te betalen. Aandeelhouder zijn behoort niet tot de kerntaken van een overheid. Zolang de overheid aandeelhouder is, dient zij wel steeds de nodige voorzichtigheid aan de dag te leggen, zowel op het vlak van risicobeheer als op dat van remuneratiebeleid.

In de mate dat de overheid een betekenisvolle en a fortiori controlerende aandeelhouder is, dient zij bij te dragen aan een gezond en voorzichtig bankbeleid, en het deugdelijk bestuur en duurzame ontwikkeling van de bank. Zij heeft via de raad van bestuur dus een belangrijke rol in het goedkeuren en geregeld evalueren van de beleidsstructuur, de organisatie, de interne controle, de onafhankelijke controlefunctie, het algemeen beleid, het risicobeheer en de strategie, alsook in het toezicht op het management in dat verband.

In het bijzonder dient de overheid als aandeelhouder de nodige voorzichtigheid aan de dag te leggen op het gebied van risico's. Hiertoe dient zij beslissingen te nemen binnen een kader van duurzaamheid en met het oog op langetermijnperspectieven. Als gevolg van de Bazel III-regulering en het opleggen van strengere kapitaalsvereisten wordt het voor banken echter almaar moeilijker om projecten te financieren op lange termijn. Om het langetermijndenken te stimuleren, moet er dus nagedacht worden over bijschavingen om langetermijnfinancieringen van belangrijke investeringen mogelijk te maken.

48. La commission recommande que les primes payées par le secteur bancaire en contre partie des garanties qui lui sont allouées par l'État soient différenciées selon le modèle institutionnel de la banque et le risque pris par celle-ci.

E. REGULATION DU MARCHÉ

E.1. Notations des crédits

49. La commission recommande que les pouvoirs publics et les autorités de contrôle exigent davantage d'*accountability* de la part des agences de notation, renforcent le cadre de contrôle de ces agences, en particulier en matière d'agrément, et encouragent la création d'une ou de plusieurs agences de notation européennes indépendantes afin d'accroître la concurrence.

50. La commission recommande, pour prévenir d'éventuelles confusions d'intérêts, de scinder, au sein des agences de notation, la fonction d'avis et la fonction de notation.

E.2. Autres

51. La commission soutient l'interdiction du *naked short selling* d'actions bancaires et plaide pour une mise en œuvre rapide du règlement européen relatif aux ventes à découvert, aux *credit default swaps* et au *high frequency trading*.

52. En vue de mettre fin aux placements pariant sur la faillite d'un État, la commission recommande de s'assurer de l'effectivité du règlement européen relatif au *naked short selling* et aux *credit default swaps*.

F. LEGISLATION

F.1. Code des sociétés

53. La commission recommande de préciser la formulation des articles 629 et 630 du code des sociétés afin d'interdire la possibilité de procéder à des augmentations de capital en prêtant des fonds aux actionnaires d'une entité appartenant au périmètre d'un groupe.

48. De commissie beveelt aan dat de premies die de banksector betaalt als tegenprestatie voor de door de Staat gegeven garanties, verschillend moeten zijn naar gelang van zowel het institutionele model van de bank als het door de bank genomen risico.

E. MARKTREGULERING

E.1. Kredietnoteringen

49. De commissie beveelt aan dat de overheden en de toezichhouders voor de ratingbureaus streven naar meer *accountability* om het controlekader voor die ratingbureaus te versterken, in het bijzonder wat de erkenning ervan betreft, alsook de oprichting van een of meer onafhankelijke Europese ratingbureaus aan te moedigen en aldus voor meer concurrentie te zorgen.

50. De commissie beveelt aan dat het aangewezen is binnen de ratingbureaus de adviesfunctie en de ratingfunctie van elkaar te scheiden, om mogelijke beïnvloeding te voorkomen.

E.2. Andere

51. De commissie steunt het verbod op *naked short selling* van bank aandelen en dringt aan op de snelle implementatie van de Europese verordening rond *naked short selling*, *credit default swaps* en *high frequency trading*.

52. Om komaf te maken met beleggingen waarbij wordt gespeculeerd op het faillissement van een Staat, beveelt de Commissie aan erover te waken dat de Europese verordening in verband met *naked short selling* en *credit default swaps* daadwerkelijk effect sorteert.

F. WETGEVING

F.1. Wetboek vennootschappen

53. De commissie beveelt aan de formulering van de artikelen 629 en 630 van het Wetboek van vennootschappen in die zin aan te passen dat het verboden wordt kapitaalverhogingen door te voeren door geld te lenen aan de aandeelhouders van een entiteit die tot de perimeter van de groep behoort.

PARTIE IV**VOTES**

Le rapport est approuvé par 12 voix et 2 abstentions.

Les recommandations sont adoptées par 8 voix contre 5.

Les rapporteurs,

La présidente,

Christiane VIENNE
Gwendolyn RUTTEN
Kristof WATERSCHOOT

Marie Christine
MARGHEM

DEEL IV**STEMMINGEN**

Het verslag wordt goedgekeurd met 12 stemmen en 2 onthoudingen.

De aanbevelingen worden aangenomen met 8 tegen 5 stemmen.

De rapporteurs,

De voorzitter,

Christiane VIENNE
Gwendolyn RUTTEN
Kristof WATERSCHOOT

Marie Christine
MARGHEM