

## Dexia et les *bad banks* en Belgique. Le point en 2014.

Xavier Dupret  
Août 2014.

La presse se faisait l'écho, il y a peu, de difficultés de mauvaises nouvelles concernant Dexia. Cette dernière avait perdu 329 millions d'euros au premier semestre 2014. Pour mémoire, Dexia avait perdu 178 millions au dernier semestre 2013<sup>1</sup>.

À ce sujet, Karel De Boeck, le patron de Dexia, évoquait, en 2013, la nécessité de devoir faire appel à l'État pour un ou deux milliards au cours des prochaines années. A cette époque, Karel De Boeck, n'excluait aucun scénario de faillite<sup>2</sup>.

### Saga Dexia

Qui ne se souvient de l'automne 2008 ? À cette époque, Fortis était à deux doigts de la faillite. Dexia n'allait guère mieux. Et le gouvernement belge entraînait au capital des deux banques. Dans les deux cas, une bad bank a été mise sur pied afin de centraliser les actifs toxiques des deux entités en grande difficulté. Bad bank? Une bad bank désigne, dans le jargon bancaire, une structure destinée à isoler (voilà pourquoi on parle également de structure de cantonnement) les actifs toxiques afin de les liquider au fil du temps.

L'opération doit, théoriquement, permettre de faire table rase du passé. Quel est le bilan, cinq ans après la crise de 2008, de la mise en œuvre des bad banks en Belgique? Et avec quelles répercussions pour les finances publiques du plat pays?

Dexia a connu une descente aux enfers depuis sa recapitalisation en 2008. L'aventure Dexia, commencée en 1996 lors de la fusion entre le Crédit Local de France et le Crédit Communal (Belgique), se terminait en octobre 2011.

À cette époque, un démantèlement de la banque était organisé. Dexia Banque Belgique était nationalisée par le gouvernement fédéral belge pour un montant de 4 milliards d'euros. La situation de Dexia impliquait un tel traitement. Le groupe était, données comptables à l'appui, bien trop endetté pour survivre. Deux tableaux seront utilisés pour appuyer cette thèse. Leur langue de présentation est l'anglais. La traduction et l'explication des concepts essentiels présents dans ces tableaux sera donnée dans le commentaire.

---

<sup>1</sup> Trends, édition mise en ligne le 08 août 2014.

<sup>2</sup> Knack, 16 avril 2014. Au passage, on relèvera la perle suivante : « Dexia a accordé des crédits d'une durée de 30 ans et plus. Il est impossible de faire des déclarations sensées à si long terme ». Rien là de bien rassurant...

**Tableau 1. Endettement du groupe Dexia en octobre 2011 (en millions d'euros)**

<b>LIABILITIES (m EUR)</b>	<b>June 30, 2010</b>	<b>Dec. 31, 2010</b>	<b>June 30, 2011</b>
I. Due to banks	109,222	98,490	89,719
II. Customer borrowings and deposits	126,733	127,060	125,279
III. Financial liabilities measured at fair value through profit or loss	20,587	20,154	19,758
IV. Derivatives	84,574	72,347	60,134
V. Fair value revaluation of portfolio hedge	2,978	1,979	1,427
VI. Debt securities	228,745	210,473	185,638
VII. Subordinated debts	3,947	3,904	3,505
VIII. Technical provisions of insurance companies	14,935	15,646	16,700
IX. Provisions and other obligations	1,724	1,498	1,402
X. Tax liabilities	182	157	176
XI. Other liabilities	5,535	4,299	5,181
XII. Liabilities included in disposal groups held for sale	17	0	67
<b>Total liabilities</b>	<b>599,179</b>	<b>556,007</b>	<b>508,986</b>
<b>EQUITY (m EUR)</b>			
XIV. Subscribed capital	8,442	8,442	4,618
XV. Additional paid-in capital	13,618	13,618	13,649
XVI. Treasury shares	(20)	(21)	(20)
XVII. Reserves and retained earnings	(3,539)	(3,548)	966
XVIII. Net income for the period	464	723	(3,963)
<b>Core shareholders' equity</b>	<b>18,965</b>	<b>19,214</b>	<b>15,250</b>
XIX. Gains and losses not recognized in the statement of income	(11,351)	(10,269)	(8,305)
a) Available for sale reserve on securities	(4,207)	(3,927)	(3,602)
b) Frozen fair value adjustment of financial assets reclassified to Loans and Receivables	(6,149)	(5,320)	(3,263)
c) Other reserves	(995)	(1,022)	(1,440)
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>7,614</b>	<b>8,945</b>	<b>6,945</b>
XX. Non-controlling interests	1,717	1,783	1,816
XXI. Discretionary participation features of insurance contracts	0	0	0
<b>Total equity</b>	<b>9,331</b>	<b>10,728</b>	<b>8,761</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>608,510</b>	<b>566,735</b>	<b>517,747</b>

Source: site Markets and Beyond, Dexia in 2 slides and a few words, 5 octobre 2011, <http://marketsandbeyond.blogspot.be/2011/10/dexia-in-2-slides-and-few-words.html>

Les chiffres repris dans le tableau ci-dessus permettent de comparer les dettes du groupe (*total liabilities* en anglais) avec ses fonds propres (*core shareholders' equity*). Cette comparaison prend arithmétiquement la forme d'une fraction (posant le montant des dettes au numérateur et celui des fonds propres au dénominateur) et permet de déterminer l'effet levier du holding Dexia. L'effet levier consiste à recourir à l'endettement pour augmenter la rentabilité des capitaux propres. Pour que l'effet levier fonctionne, il faut que le taux de rentabilité des projets financés soit supérieur au taux d'intérêt à verser pour la somme empruntée. Plus l'effet levier est important, plus les variations de valeur des actifs auront un effet immédiat et destructeur sur la capitalisation d'une banque. Dans le cas qui nous occupe, l'effet levier de Dexia était de 33,38 au 30 juin 2011. Les dettes du groupe représentaient 33 fois les fonds propres. Dans ces conditions, une variation de la valeur des actifs de l'ordre de 3% annulait les fonds propres du groupe.

Dans le cas de Dexia, on s'aperçoit que les occasions de faire faillite ne manquaient pas. Pour cela, regarder de plus près la structure des actifs du holding Dexia transférés vers la bad bank en octobre 2011.

**Tableau 2. Actifs toxiques de Dexia (en milliards d'euros)**

(EUR bn)	Bond portfolio in run-off					Total
	AAA	AA	A	BBB	NIG	
Public sector	1.6	11.5	6.8	3.4	1.3	24.5
Sovereigns	0.9	6.5	3.0	2.3	3.1	15.8
Banks	2.2	2.7	7.8	2.4	0.5	15.6
Covered bonds	4.8	6.3	0.3	0.6	0.1	12.0
ABS	5.2	0.7	0.4	0.4	0.4	7.1
MBS	4.1	1.1	1.1	0.3	0.8	7.4
Other	0.1	0.4	2.7	8.2	1.6	12.9
<b>Total (nominal bef. protection)</b>	<b>18.8</b>	<b>29.2</b>	<b>22.0</b>	<b>17.6</b>	<b>7.7</b>	<b>95.3</b>

Source: ibid.

On y trouve pour 7,7 milliards d'euros de NIG (soit l'abréviation de *Non Investment Grade*). En clair, des titres qui ne valent aujourd'hui plus grand-chose et qui ne sont plus guère susceptibles d'être revendus à l'avenir. À y regarder de plus près, ce montant de 7,7 milliards n'a que très peu de rapports avec les activités de Dexia sur les produits dérivés du marché immobilier américain. Cette donnée comptable correspond, pour une majorité (57% plus précisément), à des titres d'origine publique (public sector et sovereigns). Les titres liés à l'épisode subprime de triste mémoire (dans le tableau, ils sont repris sous l'abréviation MBS) ne représenteraient que 17% de cette masse éminemment critique. Cela signifierait-il que Dexia a entièrement déprécié, dans sa comptabilité, les actifs devenus toxiques après l'éclatement de la bulle de l'immobilier US? On est bien loin du compte si on part du constat que durant la crise, l'industrie [bancaire] a fait pression sur la SEC<sup>3</sup> et le Comité des normes comptables et financières<sup>4</sup> pour se voir reconnaître une plus grande marge de latitude en ce qui concerne les dépréciations d'actifs » qui, disaient les banquiers, surestimaient « la vraie dépréciation de la valeur des actifs »<sup>5</sup>. Or, cette dépréciation semble avoir été particulièrement légère (pour ne pas dire fictive) dans le chef de l'ensemble des banques occidentales dans le sillage de l'après 2008.

### Micmacs

C'est ainsi que Fannie Mae et Freddie Mac, deux géants financiers liés structurellement au secteur immobilier des Etats-Unis, ont fait l'impasse sur les normes comptables et ont, ainsi, soigneusement évité la dépréciation des prêts douteux se trouvant, encore aujourd'hui, à l'actif de leur bilan. Le constat de ces irrégularités a amené le magazine Forbes à remettre en cause la réalité des profits, pour un montant de 10 milliards de dollars, annoncés par les deux institutions pour le second trimestre 2013. Ces 10 milliards de dollars, un résultat à première vue impressionnant, pèsent peu dans la balance face aux 150 milliards de pertes sur actifs et jusqu'à présent, passées sous silence<sup>6</sup>.

Plus près de nous, la créativité comptable des banques irlandaises n'a pas manqué d'interpeller les analystes. «En Irlande, (...) les dépréciations [sur actifs] restent négligeables»<sup>7</sup>. En tout, la manipulation comptable porterait sur 16,5% de la valeur des actifs bancaires irlandais. Au vu de ces données, on peut douter que de vraies dépréciations d'actifs aient été enregistrées dans la comptabilité de Dexia (qui, dans le fond, n'avait pas de raison à être plus vertueuse que les autres banques). Ces actifs ont pour origine la fièvre spéculative sur le

<sup>3</sup> La Securities and Exchange Commission (SEC) est l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

<sup>4</sup> Le Comité des normes comptables et financières (CNCF) a pour but de développer les principes comptables applicables au secteur privé. Le CNCF est basé aux Etats-Unis et tous ses présidents, depuis sa création en 1973, ont toujours été citoyens états-uniens.

<sup>5</sup> Andrea Beltratti, Nasser Spear et Mark Daniel Szabo, "The Value Relevance of Write-downs during the Subprime Financial Crisis », Department of Accounting and Business Information Systems University of Melbourne, novembre 2010, p.32. Texte cité sur le site du Center for Studies in Economics and Finance, <http://www.csef.it>

<sup>6</sup> Forbes, édition mise en ligne le 12 août 2013. Article de Richard Lehman (éloquemment) intitulé « Fannie Mae And Freddie Mac Profits: A Creative Accounting Technique ».

<sup>7</sup> Davy Research, Irish economy and banks, 29 juillet 2013 pp.1-3.

marché immobilier américain. Ils sont repris dans le tableau 2 sous l'abréviation MBS (mortgage-backed securities). Or, on retrouve pour 6,3 milliards d'euros de MBS sous les notations AAA, AA et A (soit des actifs sûrs). Aussi peut-on émettre des doutes sur la qualité réelle de cette partie du patrimoine de Dexia ? Par ailleurs, avant le sauvetage de 2011, Dexia cherchait à revendre pour 20 milliards d'actifs toxiques<sup>8</sup>. On devrait les retrouver dans la catégorie NIG (non investment grade). On se bornera à constater qu'étrangement, ils ne s'y trouvent pas.

Ce constat appelle plusieurs commentaires. Tout d'abord, la présence d'actifs toxiques invendables (et ne valant, dès lors, plus grand-chose) entraîne que Dexia était une banque clairement en situation de faillite en 2011 malgré la recapitalisation d'octobre 2008. A la base de ce constat, un calcul rapide. Le bilan de Dexia se montait à 518 milliards d'euros au 30 juin 2011. Vu l'important effet levier du groupe, nous avons vu qu'une dépréciation sur actifs de l'ordre de 3% était de nature à annuler les fonds propres du groupe et à le mettre en situation de faillite. Or, 20 milliards d'euros équivalent à près de 4% du bilan de Dexia. CQFD. Dexia devait passer de vie à trépas vu le poids réel des actifs toxiques sur son bilan.

Ensuite, le diagnostic établissant que Dexia est morte de sa belle mort en raison de la seule crise grecque<sup>9</sup> ne tient, examen comptable à l'appui, guère la route. Ce diagnostic n'équivaut cependant pas à affirmer que seule la crise des subprimes a causé la perte de Dexia<sup>10</sup>. Le diagnostic doit, en la matière, témoigner d'équilibre dans le jugement. L'épisode *subprime* a eu, d'évidence, un impact plus important dans le cas de Fortis, par exemple, qui était clairement condamnée, dès l'automne 2008. Le 6 octobre 2008 alors que les pouvoirs publics s'apprêtaient à passer à l'action, une action Fortis valait 5,42 euros. Au printemps 2007, cette même action Fortis valait plus de 320 euros. La décapitalisation du groupe et sa faillite étaient, dès lors, évidentes. Les fonds propres du groupe avaient été intégralement aspirés par la crise. Par contre, la chute de la maison Dexia était loin d'être consommée à l'époque. Pour preuve, le cours de bourse de Dexia frisait les 22 euros en juin 2008 pour tomber à 8,55 euros début octobre de la même année. Mais en novembre 2011, le titre Dexia flirtait avec le zéro absolu (30 centimes par unité). La crise sur les obligations souveraines était passée par là. Fin 2011, Dexia comptait pour 125 milliards d'actifs (dont 96 milliards d'obligations de long terme), le tout essentiellement financé par des prêts interbancaires à court terme.

Pour pouvoir conserver ces titres au sein de son bilan, Dexia devait se fournir en liquidités sur les marchés. Dans un premier temps, la Banque Centrale Européenne (BCE) a accordé des prêts contre le dépôt des garanties. Et c'est seulement au cours de l'été 2011 que les titres publics (et notamment grecs) que Dexia proposait comme collatéral étaient jugés irrecevables par la BCE. Et Dexia de s'engluer, par voie de conséquence, dans de nouveaux problèmes de liquidité. Dexia aura donc été successivement victime de son exposition au secteur subprime et aux dettes publiques, notamment grecque.

Enfin, des valeurs surcotées sont peu susceptibles d'être revendues. Dès lors, c'est le pari même à la base de la transformation du holding Dexia en bad bank qui s'avère finalement vicié. Une bad bank ou « structure de défaisance » est supposée, pour rapporter de l'argent, reprendre des actifs toxiques au meilleur prix pour les liquider au plus vite. Après cette phase des opérations, la bad bank s'éteint. Force est de constater que l'activité sur les marchés de la bad bank de l'ex-holding Dexia est loin de satisfaire à un minimum d'efficacité économique, comme en témoignent ses résultats comptables négatifs depuis sa création.

Par ailleurs, en garantissant solidairement les opérations de financement de Dexia via un système de garanties publiques, les Etats luxembourgeois et belge certifient que les actifs valent au moins 94,5 milliards d'euros (répartis de la manière suivante : 43,7 milliards pour la Belgique, 38,7 milliards pour la France et 2,55 milliards pour le Luxembourg). Or, nous avons vu que sur les 95,3 milliards d'actifs, 7,7 sont clairement douteux et 6,3, correspondant aux MBS, sont, pour le moins, questionnables.

La recapitalisation de 2,9 milliards d'euros de 2012 ne constitue donc qu'un avant-goût des dépenses que Dexia occasionnera pour l'Etat belge. Pour mémoire, selon Karel de Boeck, «Dexia continuera à essuyer des pertes jusqu'en 2018. Sa solvabilité se détériorerait jusqu'en 2015, tout en restant malgré tout au-dessus des minima légaux, mais les pertes entameront son capital».<sup>11</sup> L'optimisme de Karel De Boeck semble, d'évidence, sans limites car c'est peu dire que la santé de Dexia est fragile.

---

<sup>8</sup> Le Monde, édition mise en ligne du 26 septembre 2011.

<sup>9</sup> Thèse défendue par Pierre-Henri Thomas dans son ouvrage, « Dexia : vie et mort d'un monstre bancaire », Ed. Les Petits Matins, 2012.

<sup>10</sup> Pour une présentation de cette version des faits voir Eric Toussaint, « Les banques, ces colosses aux pieds d'argile », 30 janvier 2013, sur le site du CADTM (<http://cadtm.org/Les-banques-ces-colosses-aux-pieds>).

<sup>11</sup> Edition de Trends-Tendances mise en ligne le 8 mai 2013 citant le discours de Karel De Boeck devant l'Assemblée générale des actionnaires de Dexia de mai 2013.

## Questions de sens

En fait, miser sur une stratégie consistant à ne pas supporter tout d'un coup les pertes du portefeuille de Dexia revient à présupposer que jamais cette dernière ne traversera des difficultés de financement nécessitant l'activation des garanties. Certes, l'utilisation du programme de garanties ne sera, dans le cas de la Dexia, jamais maximal. Le portefeuille de la bad bank ne doit, en effet, pas être refinancé dans sa totalité chaque année. Mais les montants en jeu restent impressionnants pour les finances publiques belges.

«Le pic d'utilisation des garanties se situera en 2014, et se montera alors à 65 milliards d'euros. Le risque descendra ensuite à 60 milliards en 2015, puis 40 milliards en 2016, et 30 milliards à partir de 2018».<sup>12</sup> Pour que le risque d'activation de la garantie se matérialise en 2014, il faudrait que le portefeuille de Dexia ne soit plus financé. Or, ce dernier est composé pour 40,3 milliards de titres relatifs aux pouvoirs publics et aux gouvernements centraux de pays en difficulté de la zone euro. Donc pour que Dexia ne reçoive plus un euro sur les marchés financiers, il suffit qu'un défaut de paiement éclate au sein d'un des PIIGS (Portugal, Grèce, Irlande, Italie, Espagne). En cas de défaut désordonné d'un de ces pays, nul doute que le crédit interbancaire se gèlerait automatiquement, laissant Dexia en proie à de terribles difficultés.

Rien, à l'heure où ces lignes étaient écrites, ne permettait d'exclure un scénario catastrophe pour la zone euro<sup>13</sup>. Pour s'en convaincre, on jettera un coup d'œil sur les situations de solvabilité au sein PIIGS. Cette solvabilité est établie en établissant la différence entre la valeur des actifs détenus et les engagements contractés à un moment donné.

**Tableau 3. Valeur financière nette des PIIGS et des pays du sud de la zone euro  
(en % du PIB)**

Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Portugal
-123,4	-128,5	-90,1	-20,9	-23,8	-111,3

Source : Eurostat, mai 2014

Nous avons repris dans ce tableau l'ensemble des pays présentant un souci de solvabilité dans la zone euro. Si, dans le cas de la France et de l'Italie, les données laissent apparaître des niveaux d'insolvabilité que l'on qualifiera de moyens (-20,9% pour la France et -23,8 pour l'Italie), les données sont franchement catastrophiques pour le reste des pays repris dans ce tableau. Pour ces pays, l'insolvabilité avoisine ou dépasse les 100% du PIB. A terme, il n'est pas exclu que l'un de ces États fasse défaut unilatéralement sur sa dette comme l'avait fait avant eux l'Argentine en 2001.

En imaginant qu'une grande embardée se produise dans la zone euro au cours des prochains mois, c'est le financement de 65 milliards pour cette année (et 60 milliards pour 2015) qui sera compromis. Ce qui laisserait une facture de l'ordre de 30 milliards d'euros sur la table du gouvernement belge pour ces deux années de référence. Pour mémoire, on rappellera que le coût de la crise financière, jusqu'à présent, a 30,5 milliards d'euros en Belgique. L'activation des garanties sur Dexia doublerait donc le coût de la crise financière pour notre pays. Nul doute que si une telle éventualité se produisait, l'État, échaudé, reviendrait sur sa garantie. C'est, *mutatis mutandis*, ce qui s'est produit en 2012 lorsque devant recapitaliser la banque des communes, le gouvernement belge avait annoncé une diminution de son engagement dans le programme de garanties.

La presse *mainstream*<sup>14</sup> a beaucoup évoqué le crédit de 28 milliards de crédit de Belfius en faveur de l'ancien holding. Cet élément était supposé justifier la recapitalisation de la bad bank en 2012. Or, la perte de cette créance aurait nécessité, dans le pire des cas, de recapitaliser Belfius pour un montant oscillant autour de 3 milliards. Ce qui n'est pas négligeable mais représente, au final, une somme absolument identique à ce qui a été, jusqu'à présent, mis sur la table pour la recapitalisation de Dexia bad bank en 2012. Ce genre de nouvelles était de nature à jeter le discrédit sur Belfius dont la création et la reprise par l'Etat belge ont constitué des moments houleux de l'histoire de la banque en Belgique. A vrai dire, à l'époque, instiller la peur dans le public relevait d'une toute autre logique.

<sup>12</sup> L'Echo, 28 novembre 2012.

<sup>13</sup> Au contraire, les succès électoraux de **Podemos** (Espagne) et plus encore de **Syriza** (Grèce) permettent d'augurer raisonnablement de tensions sur le front des dettes publiques au sein de l'eurozone. Par ailleurs, le risque de déflation dans la zone euro est de nature faire augmenter le poids des dettes privées et publiques en Europe. Des risques de défaut de paiement ne sont, dès lors, pas à exclure.

<sup>14</sup> Le Soir, édition mise en ligne le 2 novembre 2012.

Cette partie de l'article permettra, par ailleurs, de répondre aux interrogations de madame Frédérique Mawet, à l'époque présidente de la Fédération bruxelloise des associations d'insertion socioprofessionnelle, qui dans un article consacré à Dexia par la revue Politique<sup>15</sup>, faisait remarquer « Et on dit [le prêt] « sécurisé » mais on n'en sait pas plus sur le mécanisme de sécurisation ». En l'occurrence, les données sont les suivantes. Belfius a émis pour 28 milliards d'obligations à destination du grand public, soit l'équivalent de la totalité du prêt accordé à Dexia. Cette émission correspond à la titrisation (ou *securitization* en anglais<sup>16</sup>) du prêt accordé à Dexia. Bref, Belfius n'était plus concerné par ces 28 milliards en 2012 puisque la titrisation permet précisément de transférer le risque aux investisseurs. Donc, ce sont ces derniers qui, *in fine*, ont été protégés par la recapitalisation de Dexia. Le schéma de socialisation des pertes fonctionnait donc à plein régime comme en 2008.

Finalement, le pari des gouvernements belge et français sur Dexia consiste en un choix en faveur de la zone euro (dont il faut montrer, précisément par un soutien à Dexia, qu'elle ne s'effondrera pas) et de la libéralisation des mouvements de capitaux tels que garantis par les traités à la base de l'Union européenne. Bruno Colmant ne disait, d'ailleurs, pas autre chose lorsque sur son blog, il qualifiait Dexia « de mur mitoyen aux États ». En effet, refuser d'apporter des garanties publiques à Dexia, cela équivaut à laisser tomber un groupe aux bases clairement transnationales. L'enjeu, selon Bruno Colman, si les États belge et français en étaient arrivés à laisser choir définitivement Dexia, tient au fait que des pertes auraient été enregistrées sur les marchés de dérivés pour les banques européennes. Par ailleurs, fait observer Bruno Colmant, « les pertes importantes d'une telle opération, auraient entraîné une destruction de capital équivalent à un multiple de l'augmentation de capital dont Dexia a déjà bénéficié jusqu'à présent (5,5 Mia), sans pour autant pouvoir liquider la totalité du bilan »<sup>17</sup>. C'est en vain que l'on cherchera dans le texte de Bruno Colmant les raisons qui expliqueraient pourquoi le marché des dérivés d'essence exclusivement spéculative (et partant, la fraction du capital bancaire y afférente) doit impérativement être sauvé.

Serait-ce, en réalité, la perspective d'un retour musclé de l'Etat dans ses fonctions d'encadrement du capital bancaire qui effraierait Bruno Colmant ? En effet, selon ce dernier, lâcher un monstre tel que Dexia favoriserait « une trop grande nationalisation des dettes publiques qui [rendrait] les circuits des banques et des compagnies d'assurances visqueux, mais surtout captifs de leurs États de tutelle ».<sup>18</sup>

En conséquence de quoi, on ne manquera pas de pointer à quel point le sauvetage de Dexia tient à des considérations éminemment politiques et qui, fondamentalement, n'ont guère de rapports avec l'avenir des finances publiques belges ni, d'ailleurs, avec une quelconque forme de rationalité économique.

### **La bonne bad bank ?**

Gageons, d'ailleurs, que les difficultés rencontrées par Dexia feront l'objet d'une communication de crise dûment destinée à faire passer la pilule auprès du bon peuple. Et c'est ici que le cas de la *bad bank* de Fortis interviendra à point nommé pour faire écran de fumée et faire croire que les bad banks ont finalement rapporté de l'argent à l'État. A y regarder de plus près, on s'apercevra que la réalité est nettement moins idyllique.

Petit rappel des faits. Lorsque l'État belge, en 2008, cède Fortis Belgique à la banque BNP Paribas, cette dernière, pas folle, décide de ne pas trop s'encombrer des actifs toxiques de feu la première banque belge. Et 10,2 milliards d'actifs, pour l'essentiel toxiques, se retrouvaient cantonnés au sein de Royal Park Investments (RPI), la bad bank créée pour l'occasion. Dans le détail, au 30 septembre 2009, la structure de financement de RPI consistait en 1,7 milliard d'euros en capital et 8,523 milliards de dettes. Cette dette est décomposée en deux tranches : "Supersenior" et "Senior". Les titres de la tranche dite Supersenior (3,75 milliards d'euros) sont financés par un crédit d'Ageas (ex holding Fortis). Au terme de l'accord qui a permis la création de RPI, le produit de la vente des actifs du portefeuille sera affecté prioritairement au remboursement du prêt Supersenior. Pour ce qui est de la tranche Senior (4,773 milliards), elle était financée par deux prêts. L'un de

---

<sup>15</sup>A ce sujet, voir Frédérique Mawet, « Dexia (3) : le point, pas encore final... » in Politique, n°78, janvier-février 2013.

<sup>16</sup> Par abus de langage, il est fréquent, dans le franglais des métiers de la finance, qu'on dise d'un prêt titrisé qu'il a été sécurisé.

<sup>17</sup> Blog de Bruno Colmant sur le site du journal L'Echo, « Dexia : un mur mitoyen aux Etats », posté le 4 octobre 2013, Url : <http://blogs.lecho.be/colmant/2013/10/dexia-un-mur-mitoyen-aux-etats-.html#ixzz2iI7jaDh6>.

<sup>18</sup>Ibid.

BNP Paribas pour 519 millions d'euros et l'autre de 4,3 milliards en provenance d'Ageas. Du point de vue de sa structure actionnariale, le capital de RPI était divisé comme suit : 43,53 % pour l'État belge, 11,77% pour BNP Paribas et 44,70 % pour Ageas (la structure issue de l'ex holding Fortis et ayant conservé les activités d'assureur de cette dernière).

En 2010, RPI enregistrait 235 millions d'euros de bénéfices. En 2011, le résultat de l'exercice affichait également un bénéfice de l'ordre de 298 millions d'euros. Mais en 2012, la perte de l'exercice dépassait les 313 millions d'euros<sup>19</sup>. Au total, l'activité de RPI montre un bénéfice réel de 220 millions sur trois ans (soit 73 millions en moyenne par an). Rien de fondamentalement mirobolant. Sachant que l'État belge participe à 43% du capital de Royal Park Investments, le gain pour les finances publiques de cette participation aura été de moins de 100 millions au cours des trois dernières années (33,33 millions par an). A comparer avec les pertes annoncées de Dexia jusqu'en 2017 et sa recapitalisation pour 2,9 milliards d'euros en 2012 (sans compter le rachat de Dexia Banque Belgique pour 4 milliards d'euros en 2011). Il est, au vu des chiffres, difficile de soutenir que l'entrée de l'État belge dans le capital des *bad banks* se solde par un boni franc et massif autorisant la sortie des trompettes thébaines.

Maintenant que l'Etat belge a cédé RPI au Crédit Suisse et au fonds d'investissement états-unien Lone Star, les données comptables sont claires. L'opération a rapporté 2,3 milliards d'euros aux actionnaires de RPI (dont Ageas et BNP Paribas). Et l'État belge recevra donc un milliard d'euros (soit 43% de cette somme).

Comme nous l'avons vu auparavant, la constitution d'une bad bank procède du démembrement d'un groupe financier. Or, la restructuration de Fortis ne s'est pas soldée par un boni pour l'État belge. En effet, le rachat de Fortis, en octobre 2008, a coûté à l'État 9,4 milliards d'euros. Par la suite, lorsque l'État belge cédait les activités de Fortis à BNP Paribas, il se faisait rémunérer en actions. Le deal portait sur 121.218.054 actions BNP Paribas cotées à 68 euros l'unité. Soit une valeur de 8,240 milliards d'euros. Au total, la restructuration de Fortis a engendré une perte de 1,2 milliard d'euros dans le chef de l'État belge. Il semble donc pour le moins inexact de parler de gains dans le chef de l'État à l'heure où l'on solde les comptes de la restructuration de Fortis. Au total, si l'on fait la différence entre cette perte et le gain attendu de la revente de RPI, on constate une moins-value pour les pouvoirs publics belges de l'ordre de 200 millions d'euros.

Par ailleurs, on fera observer que si l'État belge revendait aujourd'hui le paquet d'actions dont il dispose dans le capital de BNP Paribas, il perdrait inévitablement de l'argent puisqu'une action BNP Paribas vaut aujourd'hui 52,5 euros<sup>20</sup>. A comparer avec sa valeur de 68 euros en 2008.

La liquidation du dossier RPI fait également apparaître une nouvelle perte pour l'État belge. En vertu d'une convention conclue avec l'État belge le 12 mai 2009, Ageas « dispose d'une option d'achat à régler en espèces (...) qui permet à Ageas de bénéficier d'une plus-value sur 121 millions d'actions BNP Paribas détenues par [l'Etat] au-delà d'un cours d'EUR 66,67 et ce, avant le 10 octobre 2016 ». Cela signifie qu'en cas de revente des actions BNP Paribas au-dessus du cours précité, l'État belge devra verser la différence à Ageas. Cette convention pouvait, en son temps, passer pour largement incongrue puisque l'État belge ne rentrait dans ses frais que si l'action de BNP Paribas remontait à 68 euros.

Mais l'incongruité, en matière de socialisation des pertes bancaires, semble sans limites. Puisque par voie de communiqué de presse, la société Ageas annonçait *urbi et orbi*, en octobre 2013, qu'elle venait de revendre à l'État l'option octroyée pour la valeur de marché actuelle pour 144 millions d'euros. Traduction. L'État belge rachète un droit d'option qui n'aurait peut-être jamais été activé d'ici octobre 2016. Le tout en laissant un joli cadeau aux actionnaires d'Ageas qui claironnaient. «L'option octroyée pour la valeur de marché actuelle d'EUR 144 millions représentant EUR 0,64 par action ». Or, le bénéfice qu'Ageas compte accorder à ses actionnaires sera, au terme de l'exercice 2013, de 1 euro par action. « Le Conseil d'Administration proposera à une Assemblée générale des Actionnaires à organiser en septembre 2013, d'augmenter ce montant et de distribuer EUR 1,00 brut par action. »<sup>21</sup>. La liquidation de RPI aura, au total, permis à l'État belge de garantir 64% des dividendes accordés aux actionnaires d'Ageas en 2013.

---

<sup>19</sup> Banque nationale de Belgique, centrale des bilans, bilans 2010, 2011 et 2012 de Royal Park Investments.

<sup>20</sup> Site de l'Echo, cotation au 30 avril 2014 (<http://www.lecho.be>)

<sup>21</sup> Communiqué de presse d'Ageas, 27 avril 2013 (Url : <http://www.ageas.com/fr/Pages/PressRelease.aspx>)

Les apparences sont trompeuses. Au total, l'État a perdu près de 344 millions d'euros dans le dossier RPI. Avec Dexia, la facture risque de s'alourdir davantage et dans des proportions insoupçonnées jusqu'à présent...