

Mr. Lejane

43-

Cour d'appel de Bruxelles 2008/KR/350

André Jean Patrick c/ Fortis S.A

Rapport définitif du collège d'experts

**Déposé au greffe de la
Cour d'Appel de Bruxelles
le**

15 -06- 2009

Le Greffier, *dél.*



RAPPORT DU COLLEGE D'EXPERTS
AUX ORGANES ET AUX ACTIONNAIRES DE FORTIS SA/NV
SUR LES TRANSACTIONS DECIDEES
LES 27 ET 28 SEPTEMBRE, 3, 4 ET 5 OCTOBRE 2008

Plan

Renvoi aux numéros

Executive summary 1-29

Chap. 1 Introduction

§ 1.1. Les points essentiels de l'arrêt liés à notre mission	30-37
§ 1.2. La mission du collège	38-43
§ 1.3. Diligences et procédure	44-47
§ 1.4. Les diligences postérieures au rapport provisoire	48
§ 1.5. La clôture des travaux et le rapport définitif	49

Chap. 2 Faits marquants antérieurs au 26 septembre 2008

§ 2.1. L'évolution des marchés financiers avant le 26 septembre 2008	
§ 2.1.1. <i>Rappel de quelques concepts</i>	50-60
§ 2.1.2. <i>L'instabilité des marchés financiers</i>	61-64
§ 2.1.3. <i>Le benchmark des institutions bancaires et d'assurances en going concern de janvier à octobre 2008</i>	65-73

§ 2.2. L'évolution de la situation financière de Fortis

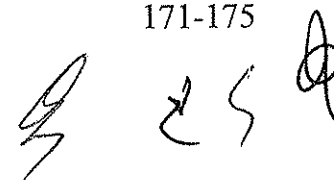
§ 2.2.1. <i>Généralités</i>	74-90
§ 2.2.2. <i>La situation de la solvabilité de septembre 2007 à septembre 2008</i>	91-93
§ 2.2.3. <i>La situation de la liquidité du 1^{er} septembre au 25 septembre 2008</i>	94-104

Chap. 3 Le plan Benelux des 27-28 septembre 2008

§ 3.1. L'état des liquidités de Fortis Banque le 26 septembre 2008	105-113
§ 3.2. L'intervention des Etats belge, néerlandais et luxembourgeois	
§ 3.2.1. <i>Rappel de quelques faits</i>	114-118
§ 3.2.2. <i>Les modalités de l'opération</i>	119-129
§ 3.2.3. <i>Les valorisations retenues</i>	130-135
§ 3.2.4. <i>Notre appréciation des valorisations retenues</i>	136-146
§ 3.2.5. <i>Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social</i>	147-148

Chap. 4 Les opérations des 3 - 5 et 6 octobre 2008

§ 4.1. L'évolution de Fortis banque entre le 29 septembre et le 3 octobre 2008	
§ 4.1.1. <i>Généralités</i>	149-151
§ 4.1.2. <i>Les filiales bancaires aux Pays-Bas</i>	152-155
§ 4.1.3. <i>Les besoins de liquidités</i>	156-158
§ 4.1.4. <i>Les financements d'urgence</i>	159-163
§ 4.2. La cession des activités néerlandaises à l'Etat néerlandais	
§ 4.2.1. <i>Les modalités de l'opération</i>	164-170
§ 4.2.2. <i>Les valorisations retenues</i>	171-175



§ 4.2.3.	<i>Notre appréciation des valorisations retenues</i>	176-181
§ 4.2.4.	<i>Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social</i>	182-183
§ 4.3	L'acquisition par la SFPI à Fortis holding de la seconde tranche de 50 % des actions de Fortis banque	
§ 4.3.1.	<i>Les choix à opérer après la cession des activités néerlandaises</i>	184-198
§ 4.3.2.	<i>Les valorisations retenues</i>	199
§ 4.3.3.	<i>Notre appréciation des valorisations retenues</i>	200-204
§ 4.3.4.	<i>Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social</i>	205-206
§ 4.4.	La cession à BNP Paribas de Fortis Banque	
§ 4.4.1.	<i>Les modalités de l'opération</i>	207-222
§ 4.4.2.	<i>Les valorisations retenues</i>	223-228
§ 4.4.3.	<i>Notre appréciation des valorisations retenues</i>	229-237
§ 4.4.4.	<i>Le soutien de BNP Paribas au funding</i>	238
§ 4.4.5.	<i>Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social</i>	239-241
§ 4.5.	La cession à BNP Paribas des actions de Fortis Insurance	
§ 4.5.1.	<i>Les modalités de l'opération</i>	242-244
§ 4.5.2.	<i>Les valorisations retenues</i>	245-250
§ 4.5.3.	<i>Notre appréciation des valorisations retenues</i>	251-254
§ 4.5.4.	<i>Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social</i>	255-256
§ 4.6.	La situation de Fortis holding	
§ 4.6.1.	<i>La volonté du gouvernement belge de préserver la valeur de l'action</i>	257-259

Handwritten signatures and initials in black ink, including a stylized 'Z' and 'S'.

§ 4.6.2. <i>La volonté du gouvernement belge de préserver la liquidité de la holding</i>	260-262
§ 4.7. La création d'un fonds en faveur des petits porteurs	263-268

Chap. 5 Situation de la solvabilité et de la liquidité de la banque après le 6 octobre 2008

§ 5.1. La situation de la solvabilité et de la liquidité de la banque du 6 octobre au 12 octobre 2008	
§ 5.1.1. <i>La solvabilité</i>	269
§ 5.1.2. <i>La liquidité le lundi 6 octobre 2008</i>	270-272
§ 5.1.3. <i>La liquidité du mardi 7 au vendredi 10 octobre 2008</i>	273-280
§ 5.2. L'évolution de la solvabilité et de la liquidité de la banque du 12 octobre 2008 au 12 janvier 2009	
§ 5.2.1. <i>La solvabilité</i>	281
§ 5.2.2. <i>La liquidité</i>	282-290

Chap 6 Conclusions 291

§ 6.1 Notre appréciation des conditions financières des opérations	292-293
§ 6.2 Pistes de réflexion et solutions potentielles	294-311

Table des annexes

1. Abréviations
2. Les personnes rencontrées
3. Organigramme du groupe Fortis le 29 septembre 2008
4. Organigramme du groupe Fortis le 6 octobre 2008

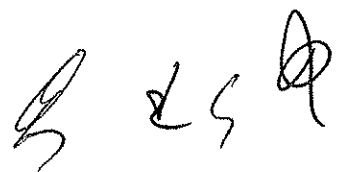
Executive summary

Preliminaires

1. La Cour d'appel de Bruxelles, siégeant en référé a, par son arrêt du 12 décembre 2008, prescrit une mesure d'expertise et l'établissement d'un rapport qui, dans sa version provisoire du 26 janvier 2009, était destiné à aider les actionnaires à prendre les décisions que comportait l'ordre du jour de l'assemblée générale du 11 février.
2. La procédure judiciaire se déroule en français, qui est la langue choisie par les actionnaires demandeurs et donc la langue de la procédure. La langue officielle de notre rapport sera donc également le français. Toutefois, une version néerlandaise du rapport provisoire a été prévue pour la facilité des lecteurs néerlandophones.
3. Selon l'arrêt, statuant dans l'urgence et au provisoire, ces décisions auraient apparemment dû être soumises à l'approbation préalable de votre assemblée en raison du « *Fortis Governance Statement* » auquel le Conseil d'administration de votre société a adhéré.

Il vous revient ainsi un droit et une responsabilité qui revêtent une importance cruciale pour l'avenir de votre société.

4. La Cour d'appel de Bruxelles a estimé que, pour éclairer les organes de la société ainsi que les actionnaires sur les transactions réalisées les 27 et 28 septembre ainsi que les 3, 5 et 6 octobre 2008, il s'imposait de constituer un collège d'experts, indépendants et impartiaux.



Nos constatations

5. Nous confirmons, si besoin est, l'évidence de la situation à la veille des 27 & 28 septembre 2008 : Fortis banque ne disposait plus des liquidités nécessaires et n'y avait plus accès pour veiller, comme il se devait, à ses obligations et activités bancaires.

Une intervention extérieure s'imposait de toute évidence.

Cette aide extérieure a été recherchée, sans succès, auprès d'autres institutions financières.

6. Devant cet échec, le conseil d'administration de Fortis holding a donc dû s'adresser, en dernier recours, au gouvernement belge.

Au cours du week-end des 27 & 28 septembre 2008, un plan de sauvetage a été élaboré en vue de maintenir votre société et son groupe au bénéfice d'une intervention substantielle des gouvernements belge, luxembourgeois et néerlandais dans chacun des trois pays. Les deux premières interventions se sont concrétisées par la suite. L'intervention des autorités néerlandaises ne s'est pas réalisée, le gouvernement néerlandais ayant décidé de suivre une autre voie.

Personne ne conteste et ne peut contester la nécessité impérieuse de l'aide, que tous les acteurs espéraient suffisante et déterminante, de la souscription, par la SFPI, pour le compte de l'Etat belge, d'une augmentation de capital de Fortis banque par la voie du capital autorisé et qui conférerait à l'autorité publique belge 49,9 % des actions de Fortis banque

Les évaluations faites à l'occasion du premier week-end sont, compte tenu de l'état de cessation de paiement virtuel de Fortis banque et du contexte particulier, raisonnables.

7. Le marché a toutefois, dès l'ouverture des bourses après ce week-end, déjoué les espérances et n'a pas répondu aux attentes.

Par ailleurs, le revirement des Pays-Bas a obligé de revoir le plan initial et a mis fin au projet de maintenir le groupe en son état avec l'aide des trois gouvernements.

La vente de ABN Amro, de Fortis Bank Nederland et de Fortis Verzekering s'est imposée dans ce contexte et a été réalisée le 3 octobre à des conditions raisonnables. Elle a permis d'arrêter l'hémorragie des liquidités que Fortis banque devait assurer, au bénéfice des activités bancaires aux Pays Bas.

La logique nationale a, dans l'obligation qu'elle comportait d'interventions étatiques absolument nécessaires à défaut de tout partenaire privé, retrouvé toute son emprise et toute son importance.

Nous vous invitons à partager, dans l'analyse de la décision prise à ce niveau, notre compréhension et son approbation et à approuver en conséquence l'accord conclu avec l'Etat néerlandais le 3 octobre. Nous estimons qu'une éventuelle renégociation de certains aspects des accords avec les autorités néerlandaises ne s'impose pas. Ce n'est évidemment pas à nous de l'exclure.

Nous sommes toutefois d'avis que l'application des conditions de conversion des obligations MCS devrait être analysée avec les autorités néerlandaises pour s'assurer que les points de vue soient identiques.

8. Malgré le « retour » de capitaux très importants résultant de l'exécution de cet accord, la situation demeurerait, à la veille de l'ouverture des marchés le 6 octobre, très incertaine et extrêmement délicate pour Fortis banque qui continuait à avoir un besoin impérieux de liquidités importantes.

Que devaient et que pouvaient faire, dans le respect des dispositions de droit européen, (i) le gouvernement belge tant en sa qualité d'actionnaire de référence de Fortis banque qu'en celle de gestionnaire de l'intérêt général, de celui des déposants, des clients et de tous les contribuables belges et (ii) le conseil d'administration de Fortis holding ?

- a) Octroyer la garantie d'Etat pour toutes les opérations de Fortis banque ?
 - b) Procéder à une nationalisation complète de la banque et payer, pour les 50% et une action entre les mains de Fortis holding une indemnité symbolique eu égard à l'état dans lequel se trouvait Fortis banque et que démontrent les résultats de Fortis banque des deux derniers trimestres ?
 - c) Faciliter la reprise de Fortis banque par une banque de réputation internationale ?
9. Chacune de ces possibilités était soumise à ses contraintes propres et spécifiques dans la convergence des intérêts qu'il fallait promouvoir : la stabilité financière du pays, la gestion de la dette publique, la sauvegarde des intérêts des contribuables, la protection des dépôts des clients de Fortis, le maintien de l'emploi au sein de Fortis banque et le respect des actionnaires de Fortis holding.

L'Etat belge a retenu la solution de l'adossement de Fortis banque à un partenaire suffisamment solide pour assurer à lui seul la continuité des activités de la banque et ses besoins présents et futurs en liquidités. Seul, BNP Paribas qui avait déjà marqué son intérêt lors de la recherche par Fortis holding de partenaires privés et qui avait continué à marquer un intérêt semblait répondre à cette exigence.

10. Nous considérons que dans les circonstances qui ont été les leurs, les décisions des 5 & 6 octobre concernant une nouvelle intervention de l'Etat belge et l'adossement à BNP Paribas, ainsi que les conventions qui en découlent, ont été conclues à des conditions dures mais acceptables.

Ces opérations répondent à l'intérêt social des sociétés du groupe dont le maintien, la poursuite et même l'extension des activités de Fortis banque constituent, de longue date, une des priorités.

11. Sans remettre en cause notre approbation de principe des évaluations retenues lors des opérations conclues les 3, 5 & 6 octobre, notre rapport relève certaines dispositions de ces conventions que nous recommandons de renégocier.

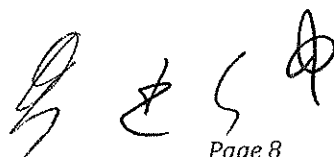
Nos recommandations

12. Conformément à l'invitation que comporte l'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles du 12 décembre 2008, nous formulons dans nos conclusions plusieurs pistes de réflexion.

La piste de réflexion que nous privilégions est de redonner de la valeur au holding en réintégrant 25 % des titres de la banque et en maintenant au moins 25 % de Fortis Insurance Belgium dans le holding.

13. Ce schéma nécessite bien évidemment (i) l'aval de l'Etat belge, (ii) l'accord de BNP Paribas de renégocier le protocole d'accord et (iii) une augmentation des moyens financiers du holding.
14. S'agissant de nouveaux moyens financiers à trouver au niveau du holding, nous sommes d'avis qu'une partie de l'accord avec BNP Paribas devrait pouvoir être renégocié et notamment l'opération CASHES qui ne nous paraît pas équitable. En effet, d'un côté, Fortis holding doit supporter les effets négatifs du dénouement de l'opération tant au niveau de la trésorerie qu'au niveau de la diminution des fonds propres (impact : 2,35 Md) alors que BNP conserve le bénéfice du maintien de l'obligation CASHES à sa valeur nominale (3 Md).

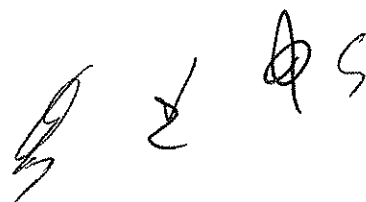
Nous proposons au sein de nos conclusions trois manières (il en existe assurément d'autres) de renégocier l'opération Cashes.



Une autre piste de réflexion dans la recherche de nouveaux moyens financiers pour le holding serait de renégocier la participation de BNP Paribas et/ou de la SFPI dans la société d'accueil des crédits structurés (SPV).

15. Comme précisé dans nos conclusions, l'adossement de Fortis banque et de Fortis Insurance Belgium à concurrence de 74,94 % à BNP Paribas nous paraît la solution la plus appropriée.
16. Nous ne sommes pas convaincus qu'une solution de *stand alone* soit une solution appropriée. Cette solution nécessiterait en outre d'importants nouveaux apports financiers de la part des actionnaires de Fortis holding.
17. Enfin, pour conclure cet *executive summary*, nous tenons à insister sur le fait que Fortis banque est sans aucun doute une entreprise « systémique » en Belgique, c'est-à-dire que sa bonne (ou mauvaise) santé, sans même parler d'une situation de défaut de paiement, a des impacts considérables sur la stabilité économique du pays.

(18.-29. réservés)

Three handwritten signatures or initials in black ink, located in the bottom right corner of the page. The first is a stylized 'S' or 'L' shape, the second is a simple 'e' or 'c' shape, and the third is a more complex signature.

Chap. 1 Introduction

§ 1.1. Les points essentiels de l'arrêt liés à notre mission

30. Le collège d'experts installé par la 18ème chambre de la Cour d'appel dans son arrêt du 12 décembre 2008 (point 5 du dispositif) est composé :

- a) de deux co-présidents Walter van Gerven et Guy Horsmans, professeurs en droit émérites, à la KUL et à l'UCL ;
- b) et de trois membres : André Killesse, président honoraire de l'Institut des Reviseurs d'Entreprises, Roland Gillet, professeur à la Sorbonne ainsi qu'à l'ULB, et Remi Vermeiren, ancien président-administrateur délégué de KBC.

31. Comme indiqué au point 5 du dispositif de l'arrêt, la mission du collège d'experts est prescrite en application de l'article 168 du Code des sociétés.

Cet article permet au tribunal de commerce et à la Cour d'appel « s'il existe des indices d'atteinte grave ou de risque d'atteinte grave aux intérêts de la société ... à la requête d'un ou plusieurs associés possédant au moins 1 % des voix attachées à l'ensemble des titres existants (...) de désigner un ou plusieurs experts ['vérificateurs'] ayant pour mission de vérifier les livres et les comptes de la société ainsi que les opérations accomplies par ces organes ».

32. En tant que collège d'experts, investi d'une mission en application de l'article 168 du Code des sociétés, le collège « *organisera souverainement ses activités [mais] aura soin d'avoir égard aux principes essentiels de l'indépendance et du contradictoire en général et de bonne administration en particulier* » (no. 116 de l'arrêt). En cette qualité, il « *pourra se faire mettre à la disposition tous les documents qu'il indiquera, procéder à l'audition de toute personne qu'il désignera et entreprendre toutes démarches de médiation ou de négociation si besoin en était* ». « *Il lui sera loisible de mettre à la disposition du conseil d'administration et des actionnaires, ainsi que des commissaires-reviseurs, un ou plusieurs rapports intermédiaires, voire de leur adresser les communications ou recommandations qui lui sembleront indiquées* ».

33. Il ne s'agit pas d'une mesure d'instruction au sens des articles 962 et suivants du Code judiciaire, et elle n'a donc pas pour but de contribuer à la preuve ou d'éclairer la Cour en vue de la solution d'un litige (no. 115 de l'arrêt) mais, au contraire, d'éclairer les actionnaires.

34. On trouvera à l'annexe 3 un organigramme du groupe Fortis au 29 septembre 2008, c'est-à-dire avant les dates des décisions querellées.

Notre mission ne vise que la société de droit belge Fortis SA/NV (ci-après dénommée Fortis holding), à l'exclusion de la société de droit néerlandais Fortis NV.

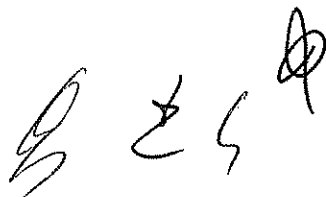
Les actions des deux sociétés holding sont jumelées de sorte que lorsqu'un actionnaire détient une action Fortis, il détient de facto une action de Fortis SA/NV et une action de Fortis NV. Ces sociétés sont cotées sur Euronext Bruxelles et sur Euronext Amsterdam.

On trouvera à l'annexe 4 un organigramme du groupe Fortis au 7 octobre 2008 en prenant en considération les décisions querellées.

35. Le collège a, conformément aux termes du dispositif de l'arrêt sous 5), établi un rapport intermédiaire *« destiné aux organes de la société SA/NV Fortis holding et qui sera mis également à la disposition de tous les actionnaires au plus tard dans les 35 jours ouvrables à partir de la date du présent arrêt »*. Ce rapport était daté du 26 janvier.

36. La Cour d'appel (pp. 138-139 de l'arrêt) a, par ailleurs, ordonné les mesures provisoires suivantes :

- (i) *la suspension des décisions du conseil d'administration de la NV/SA Fortis holding, prises les 3, 5 et 6 octobre 2008 ;*
- (ii) *la mission confiée aux deux co-présidents du collège de convoquer une assemblée extraordinaire des actionnaires qui sera tenue au plus tard le 12 février 2009 aux fins de juger le bien-fondé de ces décisions (seront seuls admis les actionnaires qui justifieront qu'ils étaient actionnaires au plus tard le 14 octobre 2008) ;*
- (iii) *l'interdiction faite à la SFPI d'abandonner sa participation dans Fortis banque au profit de quelque tiers que ce soit, à concurrence de 241.620.557 actions qui sont ainsi 'gelées', pour une période qui expirera de plein droit le 16 février 2009. Si cette interdiction n'était pas respectée, une astreinte de 5 milliards d'euro sera due aux parties appelantes ensemble, à charge de la SFPI et à charge de l'Etat belge qu'elle représente ;*
- (iv) *pendant cette période de 'gel', BNP Paribas est tenue de maintenir telles quelles les relations interbancaires qu'elle entretient avec Fortis banque sur la base des conditions de marché et suivant le principe 'at arms length' (dispositif de l'arrêt, sous 4).*



37. La Cour d'appel a ordonné la convocation d'une assemblée générale extraordinaire pour le 12 février au plus tard. Elle sera tenue « *aux fins de procéder au rapport du conseil d'administration, à la délibération et, le cas échéant, au vote par les actionnaires sur les décisions prises par le conseil d'administration les 3, 5 et 6 octobre 2008 ainsi que sur les conventions conclues en exécution de ces décisions* ».

Il s'agit des décisions suivantes :

- a) la vente des actions de Fortis Bank Nederland (holding) à l'Etat néerlandais (pour plus de détails, cf. infra n° 164 et sv) ;
- b) l'acquisition par la SFPI du solde (50,1 %) des actions de Fortis banque (pour plus de détails, cf. infra n° 184 et sv) ;
- c) la cession (apport en nature) par la SFPI à BNP Paribas de 74,94 % des actions de Fortis banque, (ii) la cession de 100 % des titres de Fortis Insurance Belgique et (iii) la création d'un véhicule pour accueillir certains produits structurés (pour plus de détails, cf. infra n° 207 et sv).

§ 1.2. La mission du collège

38. La mission du collège qui est définie aux nos. 113-118 de l'arrêt, consiste entre autres « *à donner aux organes de Fortis SA/NV en général et à l'assemblée générale des actionnaires leur appréciation sur :*

- a) *les conditions financières et autres entourant la vente à la SFPI de la participation de Fortis Brussels, dans Fortis banque ; et*
- b) *celles entourant les cessions d'actifs des filiales et sous-filiales à l'Etat néerlandais ; et*
- c) *à BNP Paribas.*

En outre les experts devront déterminer si, selon eux, ces opérations ont été conclues dans les conditions attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe.

A cette fin, ils devront en tout état de cause (...)

- d) *établir un rapport complet sur la situation financière des sociétés du groupe en termes de solvabilité et de liquidité entre le 1^{er} septembre et le 12 octobre 2008 ;*



e) *donner leur estimation de la valeur de Fortis banque lors de l'augmentation de capital du 28 septembre 2008 ;*

f) *établir la situation exacte des filiales bancaires de Fortis aux Pays-Bas entre le 29 septembre et le 3 octobre 2008 en termes de financement, de statut légal et de concours de tiers ;*

g) *donner leur avis sur les valeurs des actifs cédés, au prix du marché, au jour des cessions. »*

39. Notre mission consiste également à « *dégager des solutions possibles* » (arrêt, n° 108) et à « *entreprendre des démarches de médiation ou de négociation* » (arrêt, n° 116, al 2).

40. Il ne revient pas au collège d'experts de se prononcer sur des questions d'interprétation juridique des dispositions de l'arrêt.

Toutefois, compte tenu des compétences des deux co-présidents à propos de la convocation de l'assemblée générale, il convient d'éclairer l'assemblée générale sur notre interprétation de la procédure de vote.

Conformément aux termes des dispositions de l'arrêt de la Cour d'appel (dispositif sous 3, p.139), l'assemblée générale, convoquée par les soins des co-présidents du collège d'experts, a pour objet « *de procéder au rapport du conseil d'administration, à la délibération et le cas échéant au vote par les actionnaires sur les décisions prises par le conseil d'administration* ».

La Cour n'a pas explicitement précisé ce que les termes '*le cas échéant*' signifient, ni sur quoi exactement l'assemblée doit délibérer et voter.

C'est la raison pour laquelle nous avons formulé chaque proposition concernant les transactions spécifiques soumises au vote de manière aussi complète que possible et que nous avons ajouté devant chacune de ces propositions, une proposition demandant aux actionnaires s'ils veulent voter sur la transaction mentionnée au point suivant.

41. Une des principales difficultés de la présente mission est de porter opinion a posteriori sur des opérations économiques (notamment des cessions d'actions reposant sur des évaluations) prises dans un contexte particulier.

On ne peut porter opinion sur lesdites opérations qu'à la condition expresse de se replacer (ou du moins tenter de se replacer) dans les circonstances de l'époque.

C'est la raison pour laquelle nous consacrons, tout au long des opérations analysées, une importance particulière à rappeler le contexte de l'époque.

Nous avons privilégié une structure du rapport basée sur une suite chronologique (cette façon de procéder permet d'apprécier les informations disponibles à un moment donné) plutôt qu'une structure classique par nature de sujet abordé.

42. Le collège ou certains de ses membres ont mené de nombreux entretiens avec des personnes susceptibles d'apporter des informations intéressantes dans le cadre de la mission (cf. annexe 2).

Il est clair qu'il n'a pas été matériellement possible, dans le temps imparti, de rencontrer toutes les personnes que nous aurions souhaité rencontrer.

43. Notre mission n'est pas d'auditer les chiffres qui nous ont été soumis. Nous nous sommes bien entendu inquiétés de la cohérence et de la vraisemblance des informations communiquées mais sans les vérifier au sens « d'une attestation ».

§ 1.3. Diligences et procédure

44. Conformément au prescrit de l'arrêt, nous avons appliqué, dans l'exécution de notre mission, les principes d'indépendance et de bonne administration et, particulièrement, le principe du contradictoire.

Nous avons, à cette fin, rencontré les conseils de toutes les parties et nous avons pris connaissance des conclusions et des dossiers qui nous ont été remis.

45. Nous avons sollicité, tant auprès de Fortis SA/NV (société de droit belge) que de Fortis banque ou de Fortis Insurance Belgium, toutes les informations qui nous paraissaient utiles et nous les avons obtenues.

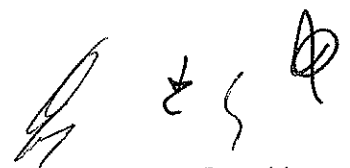
Nous tenons à remercier le personnel de Fortis holding, de Fortis banque et de Fortis Insurances Belgium qui, dans des circonstances difficiles, nous ont apporté la collaboration souhaitée.

Les autres personnes que nous avons rencontrées ont également témoigné leur disponibilité et apporté leur aide à la réalisation de nos travaux. Nous les en remercions.

46. Nous ne reprenons pas en annexe les conventions, qu'elles soient définitives ou sous forme de projet (SFPI, Etat Néerlandais, BNP Paribas), liées aux opérations des 3, 5 & 6 octobre. Nous avons bien entendu pu les consulter et nous en résumerons les points essentiels lorsque cela s'avérera nécessaire à la compréhension du rapport.

Il en est de même pour les procès-verbaux des conseils d'administration ou des comités de direction des sociétés du groupe Fortis.

47. Sauf stipulation contraire, tous les chiffres repris dans le présent rapport sont exprimés en Euro (l'abréviation de « milliards » étant « Md »).



§ 1.4. Les diligences postérieures au rapport provisoire

48. Après avoir dressé et publié notre rapport provisoire le 26 janvier 2009, nous avons mené entre cette date et la date de l'assemblée générale du 11 février diverses diligences liées à la présidence de ladite assemblée.

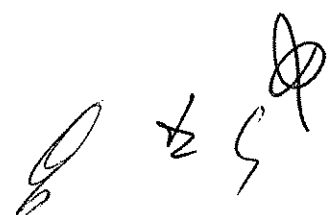
Le 11 février, nous avons, conformément aux dispositifs de l'arrêt, assuré la présidence de l'assemblée.

§ 1.5. La clôture des travaux et le rapport définitif

49. Après l'assemblée du 11 février, le collège a pris contact avec les conseils des parties ainsi qu'avec la Cour. Il est ressorti de ces contacts que notre rapport provisoire répondait à la mission confiée et qu'il n'y avait pas lieu de mener des travaux complémentaires.

Le présent rapport définitif est donc, quant au fond, identique au rapport provisoire du 26 janvier 2009.

Le présent rapport est donc basé sur les informations connues au 26 janvier 2009. Il ne tient pas compte des « améliorations » apportées aux transactions à la suite soit de la parution de notre rapport préliminaire (cf. circulaire FORTIS du 31 janvier 2009), soit de l'assemblée générale du 11 février (cf. communiqué FORTIS du 7 mars 2009).

Handwritten signatures and initials in black ink, located in the bottom right corner of the page. There are three distinct marks: a stylized signature on the left, a set of initials in the middle, and another stylized signature on the right.

Chap. 2 Faits marquants antérieurs au 26 septembre 2008

§ 2.1. L'évolution des marchés financiers avant le 26 septembre 2008

2.1.1. Rappel de quelques concepts

a) La stabilité financière

50. La stabilité financière d'un pays est un sujet extrêmement complexe et il n'entre pas dans le cadre du présent rapport d'en décrire les principes (sur le sujet, voy. les auditions de Messieurs Quaden et Servais, les 7 & 8 octobre 2008, *Doc Ch.*, 1524/001, session 2008-2009).

Nous voudrions toutefois, ci-après, brièvement souligner quelques éléments qui nous semblent être mal connus de certains acteurs qui sont intervenus en cette affaire.

51. Une banque finance ses crédits et ses investissements en premier lieu à l'aide des dépôts, bons de caisse, etc. de la part de sa clientèle de base (particuliers, entreprises locales, etc.).

Une banque peut, au-delà de ces fonds, en principe de nature stable, se financer auprès (i) d'autres banques, (ii) de grandes institutions et entreprises internationales ou encore (iii) auprès de la banque centrale. La disponibilité de ces fonds est en principe moins bien assurée surtout en période crise.

Fortis banque était traditionnellement « surinvestie » vis-à-vis de ses dépôts clients et devait en moyenne se financer (en offrant éventuellement des garanties, en anglais *collaterals*) à concurrence de 70 Md auprès du marché interbancaire, des « institutionnels » et éventuellement auprès de la BCE.

52. Une banque ne dispose pas d'une « ligne de crédit » formelle auprès de la banque centrale ; elle dispose certes de possibilités d'obtenir des fonds pendant une certaine période mais à la condition expresse de disposer de *collaterals* (des titres ou autres valeurs à mettre en gage) ; ces *collaterals* sont acceptés à concurrence d'une certaine partie de leur valeur nominale ou de leur valeur de marché.
53. Les *marginal lending facilities* sont des possibilités de recourir, moyennant production de *collaterals* et conditions pénalisantes, à la Banque Centrale Européenne dans des conditions d'urgence, pour couvrir surtout le cas où une banque ne parvient pas à solder sa position de fin de journée dans les systèmes de paiement interbancaires.

Il est bien clair qu'une banque ne recourra aux *marginal lending facilities* qu'en cas d'absolue nécessité car ce recours démontre une très mauvaise situation de liquidités, laissant apparaître que les voies classiques d'appels au *funding* n'ont pas été suffisantes.

54. Les ELA's (*emergency liquidity assistance*) sont des avances de fonds tout à fait exceptionnelles, accordées au jour le jour, à des conditions extrêmement pénalisantes (pouvant aller jusqu'à Libor + 5% pour les financements en USD dans les circonstances exceptionnelles de septembre/octobre 2008), sur base de *collaterals* disponibles.

Depuis la création de la BCE, l'octroi des ELA's nécessite l'autorisation préalable du Conseil de gouvernance de la BCE (les 15 gouverneurs de banque centrale). Une fois l'autorisation obtenue, le financement se réalise sous la seule responsabilité et les seuls risques de la banque centrale du pays visé.

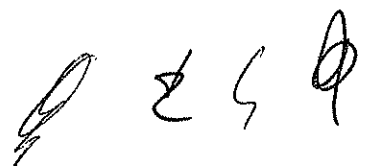
Des ELA's n'avaient jamais été accordés par la BCE depuis sa création, ni par la BNB au cours des 30 dernières années.

L'octroi de ELA's est, de toute évidence, une opération délicate pour une banque centrale car la qualité des *collaterals* est susceptible de poser problème, les meilleurs *collaterals* ayant déjà été utilisés.

55. Une garantie de l'Etat à l'appui d'une ELA octroyée par une banque centrale est, elle aussi, tout à fait exceptionnelle ; elle a d'ailleurs, en Belgique, nécessité le vote d'une loi spécifique (loi du 15 octobre).

De même, une garantie de l'Etat à apporter sur les prêts interbancaires en vue de rendre le marché plus liquide (c'est-à-dire que les banques acceptent d'accorder des crédits à d'autres banques) est une mesure exceptionnelle qui n'a jamais dû être mise en place dans les dernières décennies, tant aux Etats-Unis qu'en Europe. La mise en place en Belgique de cette garantie de l'Etat a nécessité le vote d'une loi (et la préparation d'arrêtés d'exécution) dont question ci-dessus.

56. Des ELA's ne peuvent être accordées que pour une période très courte, car (i) l'article 101 du Traité des Communautés européennes interdit aux banques centrales de financer toute institution publique, en ce compris des banques détenues par des Etats et (ii) un soutien pendant plusieurs semaines signifierait qu'il existe un problème de solvabilité (et non plus seulement un problème de liquidité). Or, le renforcement de la solvabilité d'une banque n'est pas une compétence d'une banque centrale.
57. Avant les premières inquiétudes des marchés au cours de l'été 2007, les banques ne rencontraient pas véritablement de difficultés à se financer entre elles et le recours aux banques centrales était relativement rare.



De septembre 2007 à septembre 2008, les conditions de marché se sont progressivement détériorées et les banques ont commencé à significativement raccourcir la durée de leurs prêts entre elles, à tel point que le prêt *overnight* devenait la norme. La faillite de Lehman Brothers (le 15 septembre 2008) a constitué un véritable choc qui, en quelques jours, a asséché le marché interbancaire.

b) La gestion de la dette publique

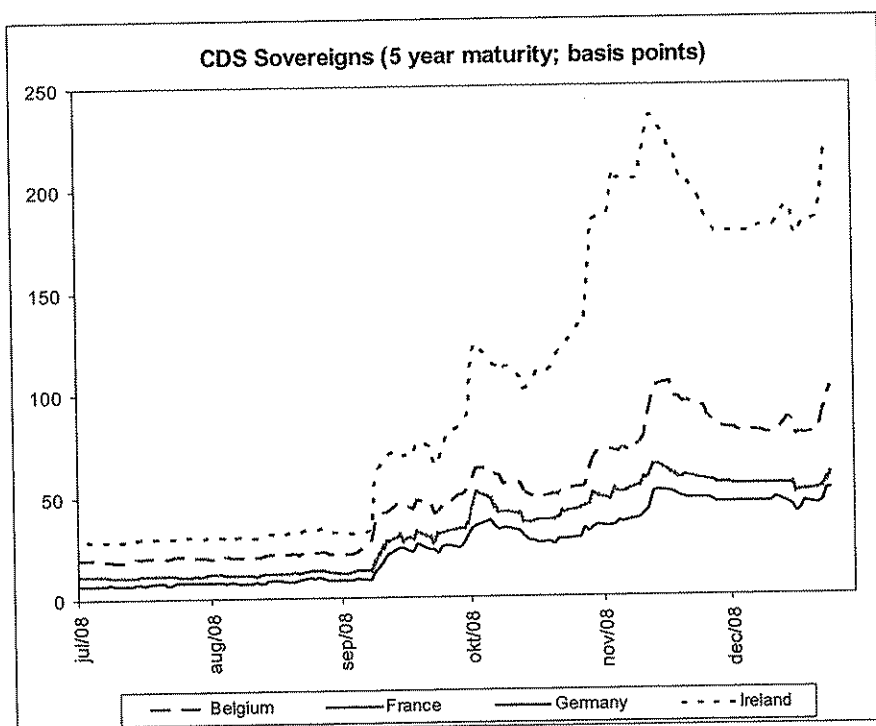
58. Au delà de la problématique de la stabilité financière du pays, dont le suivi des besoins de liquidités des banques n'est qu'un aspect, tout Etat est par ailleurs sensible (i) à l'importance de la dette publique par rapport au produit national intérieur brut (PIB) et (ii) au coût du financement de cette dette.

A cet égard, il faut savoir que la dette publique de la Belgique, même si elle s'est réduite les dernières années est, proportionnellement au PIB, l'une des plus importantes de la zone euro (seules l'Italie et la Grèce ont une situation moins enviable).

La hauteur de la dette publique a des conséquences sur le coût d'un CDS (*credit default swap*), c'est-à-dire le coût de couverture contre une défaillance de paiement d'un Etat. Ce coût élevé du CDS se traduit en un écart (*spread* en anglais) entre le coût de financement de la dette (à quel taux d'intérêt l'Etat doit-il émettre ses emprunts pour récolter l'épargne ?) et le *benchmark* pour les Etats européens (la référence étant l'Etat allemand).

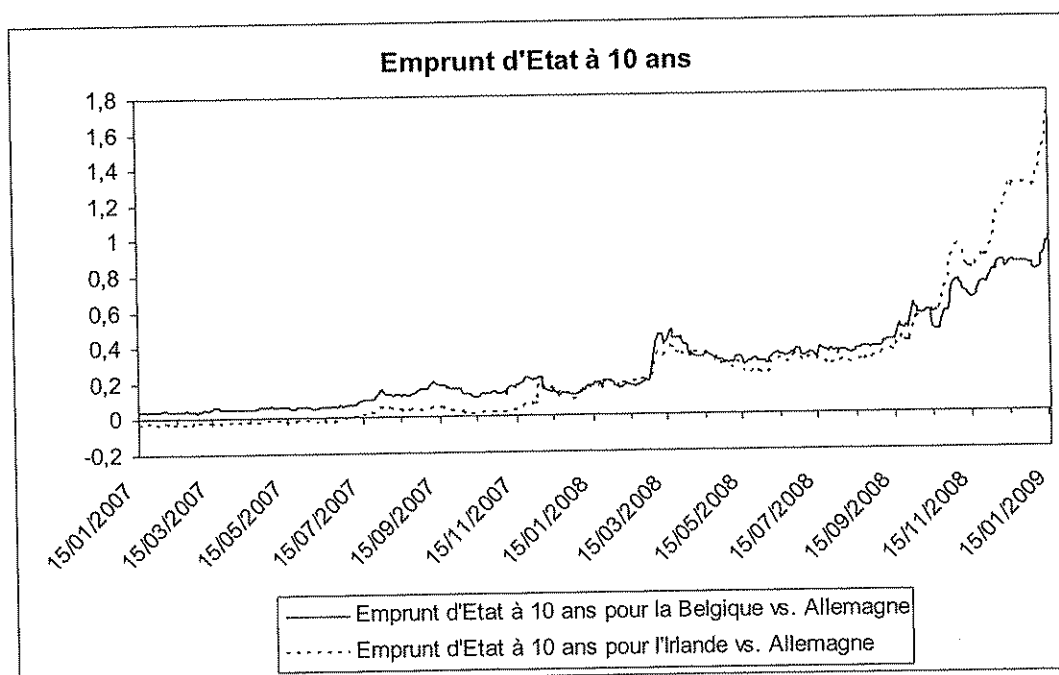
59. Le tableau suivant donne l'évolution de la prime CDS dans quelques pays d'Europe. On constate que, depuis l'annonce (en octobre 2008) d'importantes mesures d'octroi de garanties de l'Etat par l'Irlande (et dans une moindre mesure la Belgique), la prime destinée à se couvrir contre un défaut de paiement de l'Etat a connu une hausse spectaculaire. Ceci démontre clairement la méfiance du marché envers les capacités dudit Etat.

Graphique : CDS en 2008 : comparaison de quelques pays européens



60. Le tableau suivant exprime le *spread* entre le coût des emprunts d'Etat émis par l'Irlande et la Belgique par rapport au taux de référence (les emprunts émis par l'Etat allemand). Ce tableau confirme l'augmentation du coût de la dette publique en Irlande et en Belgique.

Graphique : spread entre le coût des obligations d'Etat Belgique, Irlande Allemagne 2007 - 2008



2.1.2. L'instabilité des marchés financiers

61. Il ne paraît pas nécessaire de décrire ici les origines de la crise financière que nous connaissons. Suffisamment de choses ont déjà été écrites à ce sujet.
62. Les premiers signes sont apparus en février 2007. HSBC annonce une perte sur portefeuille de *subprimes* d'un montant de 10,7 Md USD et en juillet 2007, les agences de notation revoient à la baisse leurs notes sur les CDO's.

Le marché interbancaire commence à être de plus en plus sélectif en matière de contreparties et la première victime en Europe sera Northern Rock au Royaume Uni en septembre 2007.

63. Le 23 mars 2008, nouveau coup de semonce : la banque d'affaires Bearn Stears (USA) doit être reprise par JP Morgan.
64. D'avril à septembre 2008, la crise des *subprimes* s'amplifie et entraîne une forte chute des cours boursiers des valeurs financières. La crise atteint son paroxysme en septembre lorsque la nécessité s'impose de sauver plusieurs banques aux Etats-Unis de même qu'en Grande Bretagne. Le point crucial sera de toute évidence la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre.

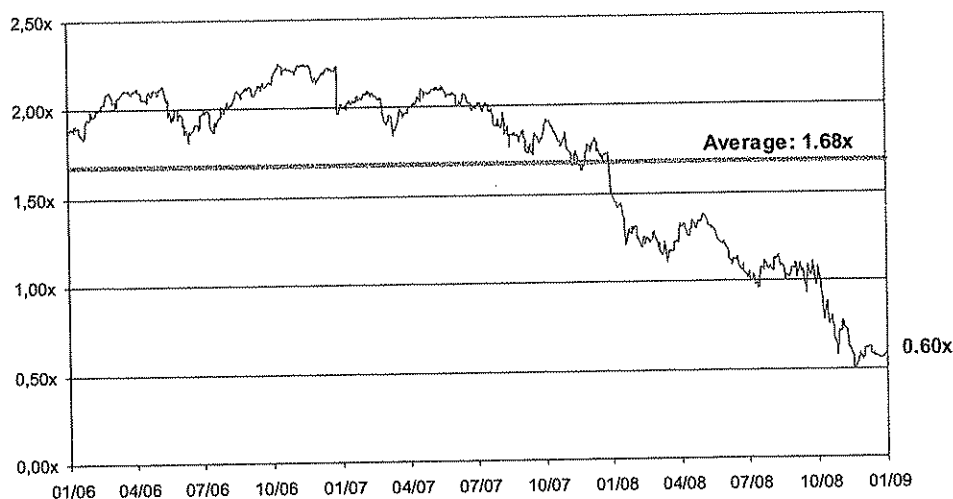
§ 2.1.3. Le benchmark des institutions bancaires et d'assurances en going concern de janvier à octobre 2008

a) Le secteur bancaire

65. Dans le secteur bancaire, les ratios les plus utilisés pour déterminer la valeur des institutions sont (i) le P/BV (*price/book value*) qui exprime le multiple entre la valeur comptable (les fonds propres) et le cours de bourse et (ii) le P/E (*price/earning*) qui exprime le multiple entre le profit annuel et le cours de bourse.
66. L'indice le plus utilisé est le DJ (Down Jones) Euro stoxx Banks (www.stoxx.com). Il est inutile de préciser que ce dernier a commencé à baisser significativement après la faillite de Lehman Brothers (le 15 septembre 2008).

67. On trouvera ci-après un tableau donnant l'évolution du ratio P/BV de 2006 à 2008.

European Banks ⁽¹⁾: P/B — Multiples Over Time
Since January 2006



Source: Factset as of 3 October 2008

68. Le tableau ci-dessous, issu de la banque de données *datastream* donne, à la date du 3 octobre 2008, un aperçu des cours de bourse des valeurs bancaires. Il est composé de deux parties, la première reprenant un échantillon de banques a priori non affectées (ou pas trop affectées) par la crise (du moins à cette époque ; l'avenir nous montrera que la plupart des banques devait glisser plus tard vers l'autre partie du tableau !!!), la seconde reprenant un échantillon de banques affectées par la crise.

Tableau ratio price/book value 2008 au 3/10/2008

As of 3/10/2008	Price to book value 2008
BNP PARIBAS	1,26 x
SG	1,18 x
CASA	0,76 x
CIC 'A'	0,41 x
KBC	1,24 x
ING	1,12 x
COMMERZ	0,62 x
DEUTSCHE BANK	0,76 x
D. POSTBANK	1,01 x
ERSTE GROU	1,23 x
UNICREDIT	0,68 x
INTESA	0,95 x
MPS	0,79 x
BANCO POPOLARE	0,58 x
SANTANDER	1,35 x
BBV ARGENTARIA	1,70 x
BCP	0,92 x
HSBC	1,49 x
BARCLAYS	0,98 x
NORDEA	1,30 x
Average	1,02 x
Median	1,00 x

As of 3/10/2008	Price to book value 2008
NATIXIS	0,35 x
DEXIA	0,92 x
FORTIS	0,39 x
ALLIED IRISH BANKS	0,66 x
AIB	0,78 x
BOI	0,67 x
ILP	0,53 x
HBOS	0,44 x
RBOS	0,50 x
DANSKE BANK	0,86 x
Average	0,61 x
Median	0,59 x

Sources : Datastream, IBES

Il ressort de cette situation du marché au 3 octobre 2008 que le ratio P/BV moyen d'une banque « affectée par la crise » se situe à quelque 60 % et celui d'une banque « non affectée » à 100 %.

69. Le tableau ci-dessous donne un aperçu des multiples P/E (*price earning ratio*) de plusieurs banques européennes à fin septembre 2008.

TRADING COMPARABLES
European Banks Trading Comparables

	P/E	
	2008 E	2009E
	4.3	3.6
ING	5.7	5.2
KBC	9.8	8.1
Dexia	5.4	4.5
Average Benelux Banks	7.0	6.9
Median Benelux Banks	5.7	5.2
Crédit Agricole	10.5	7.6
Société Générale	10.6	8.5
BNP Paribas	9.8	8.8
Natixis	nm	4.8
Deutsche Bank	11.5	7.0
Commerzbank	6.1	5.7
Santander	7.7	7.1
BBVA	7.6	6.9
Unicredit	6.4	5.7
Intesa	8.2	7.7
HSBC	7.1	6.4
RBS	4.9	5.6
Barclays	8.1	7.7
HBOS	4.7	4.6
Lloyds	7.6	6.5
UBS	nm	9.0
Crédit Suisse	25.8	9.7
Average European Banks	8.8	6.9
Median European Banks	7.6	7.0

Source : Factset as of 3 October 2008

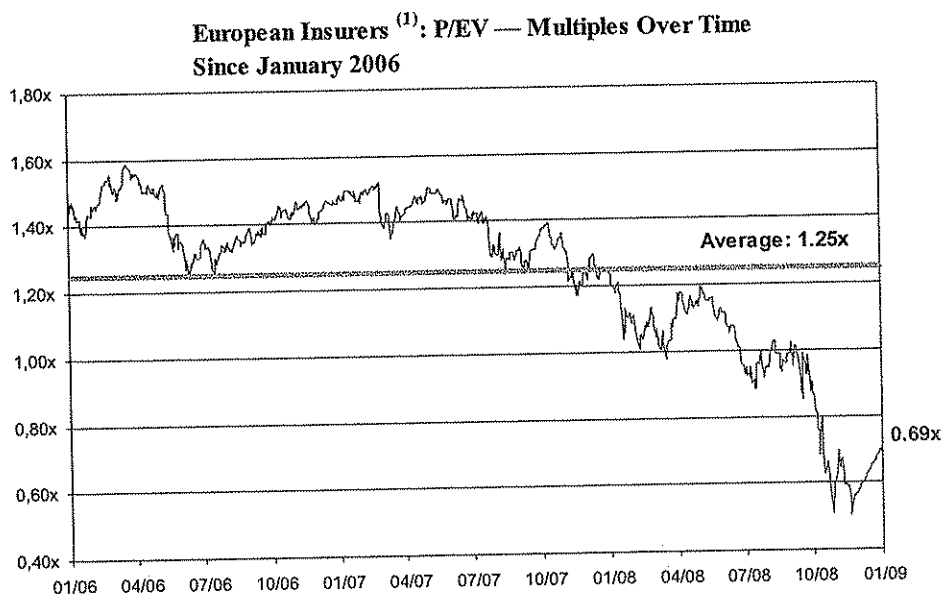
Il ressort de ce tableau que le P/E moyen dans le secteur au 3 octobre s'élève à 7,6.

b) Le secteur des assurances

70. Dans le secteur de l'assurance, il est de coutume depuis des années que les compagnies publient annuellement leur *embedded value*. Des groupes comme AXA, Allianz, ING, Fortis et bien d'autres publient cette information en annexe à leur rapport annuel (le rapport « *embedded value 2007* », 24 pages, est disponible sur le site Fortis).

En synthèse, l'*embedded value* correspond à la valeur intrinsèque d'une compagnie d'assurance-vie, sans prise en compte d'un goodwill. Elle se calcule comme la somme de l'actif net réévalué de la valeur actualisée des profits futurs sur les polices d'assurances actuellement en cours, sous déduction du coût du capital.

71. On trouvera ci-après un tableau donnant l'évolution du ratio P/EV (*price/embedded value*) de 2006 à 2008.



Source: Factset,

72. Il ressort de ce tableau qu'au début d'octobre 2008, le cours de bourse des principales entreprises d'assurances en Europe se situe entre 0,6 et 0,8 fois la *embedded value*.
73. On peut lire dans le rapport le plus récent (2007) sur l'*embedded value* de Fortis Insurance (p. 13) qu'elle s'élève pour Fortis Insurance à 12.411 Mios € se ventilant en :
- a) 5.706 Mios € pour Fortis Insurance Belgium;
 - b) 5.706 Mios € pour Fortis Verzekering ;
 - c) 1.000 Mios € pour Fortis Insurance International.

Le rapport est disponible sur le site à l'adresse :

Fortis.com/investor relations/présentation/7 mars 2008/rapport embedded value

Cette valeur d'embedded value est parfois majorée d'un multiple de bénéfice du secteur « non vie ».

§ 2.2. L'évolution de la situation financière de Fortis

§ 2.2.1. Généralités

a) L'opération ABN Amro

74. Il ne nous paraît pas nécessaire de développer en détails l'opération ABN Amro. Nous nous limiterons ci-après à quelques éléments essentiels ayant influencé la liquidité et la solvabilité du groupe Fortis.
75. En octobre 2007, un consortium composé de Fortis, Royal Bank of Scotland (RBS) et Banco Santander a acquis les actions d'ABN Amro, la part de Fortis dans le prix d'acquisition s'élevant à environ 24 Md.

Ce projet fut approuvé à la quasi unanimité des voix par les assemblées générales des actionnaires qui se sont tenues en août 2007 et a reçu l'approbation des régulateurs tant aux Pays-Bas qu'en Belgique ainsi que de la Commission européenne.

76. L'acquisition d'une partie des activités de ABN Amro a incontestablement eu d'importantes conséquences sur le ratio de solvabilité de la banque.

Il était en effet prévu que, dans le courant de 2008 - 2009, le ratio de solvabilité allait diminuer au fur et à mesure de l'intégration des activités et de la déduction du goodwill lié à l'acquisition. Fortis banque devait donc gérer le maintien (*look trough approach*) de ce ratio à l'objectif de juin 2009 (date de l'intégration complète de ABN Amro) pour satisfaire aux obligations réglementaires (Bâle 1).

Le besoin de solvabilité complémentaire lié à l'acquisition d'une partie des activités de ABN Amro s'élève à 26,2 Md (hypothèse de ratio *core tier 1* fixé à 6 %) et peut être résumé comme suit :

- a) déduction du goodwill et autres actifs incorporels : 19,4 Md ;
- b) amortissement d'autres actifs incorporels : 2,8 Md ;
- c) solvabilité liée aux financements des actifs repris (*risk weighted assets*) : 4,0 Md.

Ce besoin (26,2 Md) est supérieur au prix d'acquisition (24 Md) car il faut bien entendu, outre le paiement du prix au vendeur, assurer le financement de l'activité et l'expansion espérée de celle-ci.

77. Les solutions pour faire face à ces besoins étaient :

- a) une augmentation de capital : 13,2 Md ;
- b) l'émission d'instruments financiers : 7,8 Md ;
- c) des cessions d'actifs : 4,8 Md ;
- d) *group leverage* : 3,4 Md ;
- e) la réalisation des résultats opérationnels 2008 & 2009.

78. La dégradation des marchés boursiers et de la confiance de tous les opérateurs dans le courant du premier semestre 2008 a rendu plus difficile pour Fortis certaines opérations envisagées dans le cadre du financement de la reprise de ABN Amro. C'est ainsi que (i) la cession d'autres actifs envisagée depuis plusieurs mois, (ii) la vente des actifs non essentiels de ABN Amro et (iii), l'accord des autorités chinoises sur l'acquisition par Ping An de 50 % de Fortis Investments Management pour un montant de 2,15 Md ont accusé un retard certain.

79. Le contexte du marché devient de plus en plus difficile (cf. supra n° 61) :

- a) il est nécessaire d'acter des réductions de valeur sur crédits structurés ;
- b) les instruments financiers deviennent difficiles à « placer » ;
- c) les opérations exigées par la Commission européenne (*EC remedies*) pour maintenir une certaine concurrence vont devoir être réalisées à des conditions moins favorables que les prévisions effectuées en 2007 ; à titre d'exemple, le produit de la vente des activités *commercial banking* (Hollandse Bank Unie) à la Deutsche Bank s'avérerait moins bon que prévu (perte estimée : 0,9 Md) ;
- d) l'évolution des cours boursiers entraîne des révisions d'actifs financiers à la baisse ;
- e) les résultats opérationnels sont en baisse.

Fortis décida fin juin 2008 de mettre en œuvre une série de mesures visant à renforcer le plan de solvabilité (amélioration attendue de 8 Md).

Ces mesures prévoyaient (i) une levée de capitaux de 1,5 Md via une procédure de *book building* (titres émis à 10 €), (ii) des opérations de *sale and lease back* pour 1,5 Md, (iii) des émissions d'instruments de capitaux non dilutifs pour 2 Md, (iv) des cessions d'actifs non stratégiques pour 2 Md, (v) le non paiement de dividendes intermédiaires (impact : 1,3 Md) et (vi) le paiement du dividende 2008 sous forme d'actions.

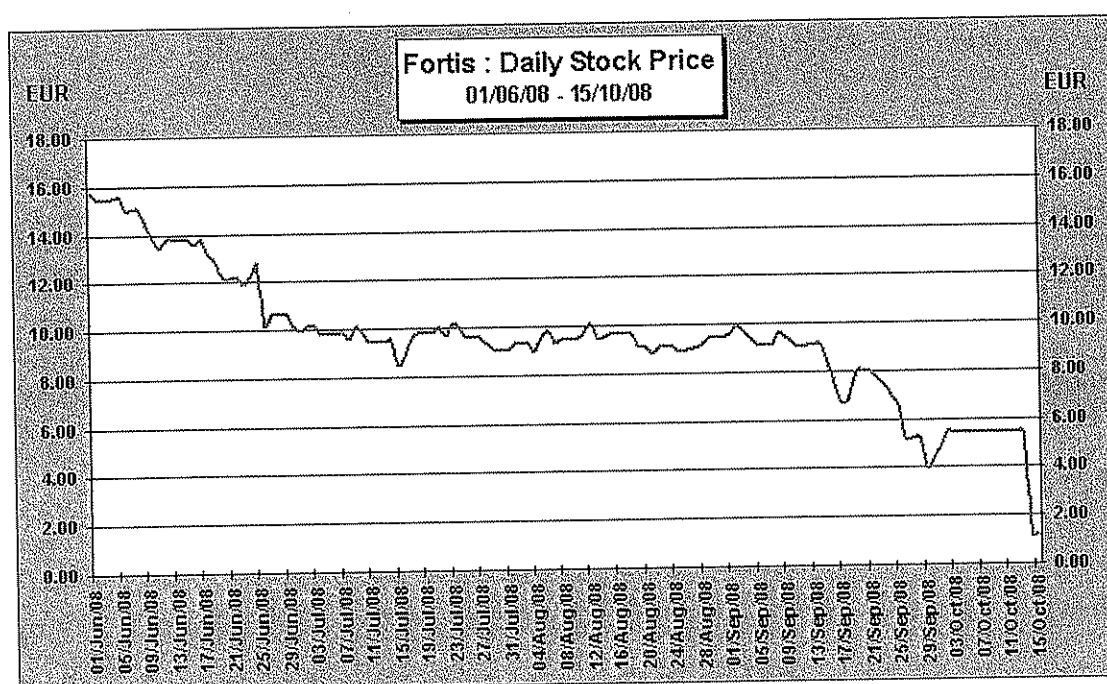
80. Le jour même de l'annonce, le cours a chuté en une séance de 20 %, passant de 12,5 € à 10 €.

Le marché continua, dans les jours suivants, à manifester son inquiétude et le cours de l'action continua de baisser, conduisant au départ du CEO, Monsieur Jean-Paul Votron, le 11 juillet 2008.

L'instabilité du management de Fortis (3 CEO's en trois mois) ne facilitera pas la réalisation du plan de solvabilité établi fin juin et contribuera à préoccuper aussi bien les marchés que le gouvernement belge lors des week-ends décisifs de fin septembre et début octobre.

81. Après une légère stabilisation en juillet-août, le cours a continué à baisser et les agences de notation ont poursuivi leur décote sur le titre Fortis.

On trouvera ci-après un tableau reflétant l'évolution du cours pendant cette période.



82. En conclusion, l'opération ABN Amro (i) était censée être au départ une opération intéressante notamment au regard des activités à « risque faible » reprises (clients *retail*, PME, gestion de fortunes, etc.) et (ii) devait renforcer la liquidité du groupe (les dépôts excédentaires par rapport aux besoins de *funding* étaient estimés à 25 Md). Elle s'est finalement révélée être une difficulté majeure pour Fortis, à cause (i) du prix payé (ii) de l'exécution du plan de solvabilité (iii) et des risques opérationnels liés à l'intégration d'une partie des activités de ABN Amro.

La course permanente vers un ratio de solvabilité satisfaisant à l'horizon de 2009 a enfermé Fortis dans un véritable carcan qui ne lui permettait plus d'adapter sa stratégie en cas de modification des conditions du marché. Quelles que soient les conditions du marché, il lui fallait, coûte que coûte, poursuivre le renforcement de ses fonds propres.

b) La crise liée à certains produits structurés (les crédits *subprimes*)

83. Il n'entre pas dans le cadre du présent rapport d'expliquer les différences entre les différents types de crédits structurés dont la qualité peut énormément varier, la qualité des débiteurs sous-jacents étant évidemment toujours l'élément essentiel.
84. Pour apprécier l'importance du portefeuille de crédits structurés détenu par Fortis, nous avons jugé utile de le comparer, à titre purement indicatif, à celui détenu par d'autres banques belges au 30 septembre 2008, le tout comparé aux fonds propres desdites banques au 31.12.07 et au 30.06.08 :

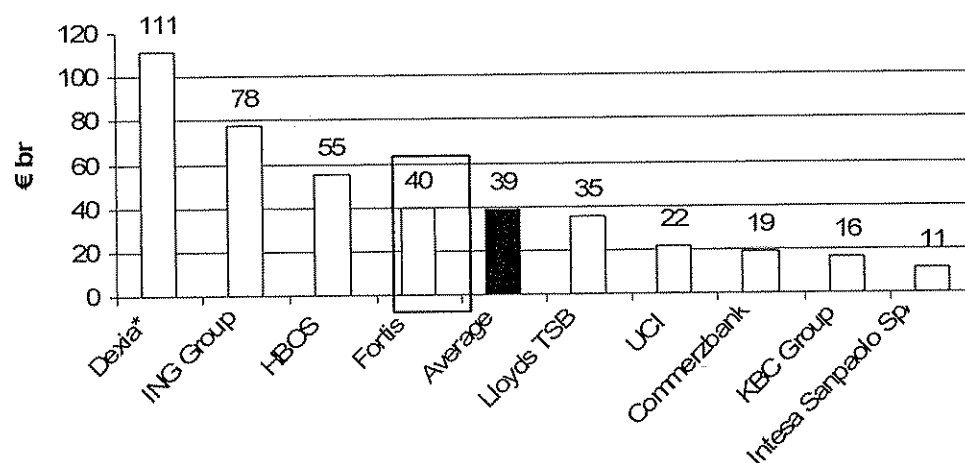
Bank Peer (European) Comparison: Asset Exposures

Disclosed Structured Credit (net exposure) (Figures closing Q3 '08)

€ bn (figures closing Q3 2008)					
	Disclosed Structured Credit (net exposure)	as % Shareholders Equity 31.12.07		as % of Tier 1 30.06.08	
Dexia*	111	677%	16.4	793%	14
ING Group	78	197%	39.5	300%	26
HBOS	55	248%	22.2	177%	31
Fortis	40	117%	34.1	160%	25
Average	39	154%	25.3	186%	21
Lloyds TSB	35	282%	12.4	250%	14
UCI	22	52%	42.4	54%	41
Commerzbank	19	118%	16.1	100%	19
KBC Group	16	87%	18.4	114%	14
Intesa Sanpaolo SpA	11	21%	52.3	42%	26

*includes € 96 bn insured ABS through FSA

Bank Peer (European) Comparison Disclosed Structured Credit (net exposure)



Sources : Morgan Stanley, ECB, S&P and Moody's

Il est très difficile, à la lumière de ces quelques comparaisons, d'émettre une opinion sur l'importance d'un portefeuille de crédits structurés car la nature des produits et des risques sous-jacents est très variable.

85. Il n'entre pas dans notre mission de détailler le portefeuille de produits structurés, l'historique de ces acquisitions, leur impact éventuel sur les comptes antérieurs et la pertinence des réductions de valeur opérées en 2007 et dans le courant de 2008.

Il convient toutefois de noter que Standard & Poors, à l'occasion de ratings relatifs à Fortis, justifie sa décision de diminuer sa notation entre autres par :

- i. sa surprise quant aux réductions de valeur nécessaires sur le portefeuille CDO, ce qui fait que Fortis Banque figure parmi les banques les plus touchées en Europe ;
- ii. le fait que le portefeuille d'autres produits structurés est de bonne qualité mais trop important par rapport au total du bilan.

Au 30 juin 2008, le montant brut du portefeuille de produits structurés s'élève à quelque 43 Md, ce qui, après réduction de valeur, conduit à un montant net de 41,7 Md.

Parmi ce portefeuille d'un montant net de 41,7 Md, seul un montant de 1,9 Md (net de réduction de valeur) concerne un portefeuille *subprime* dont le débiteur sous-jacent est situé aux Etats-Unis (US *subprime* CDO portfolio ; cf. *consolidated interim financial statements* 30.06.08, p. 8).

c) La secousse des marchés financiers

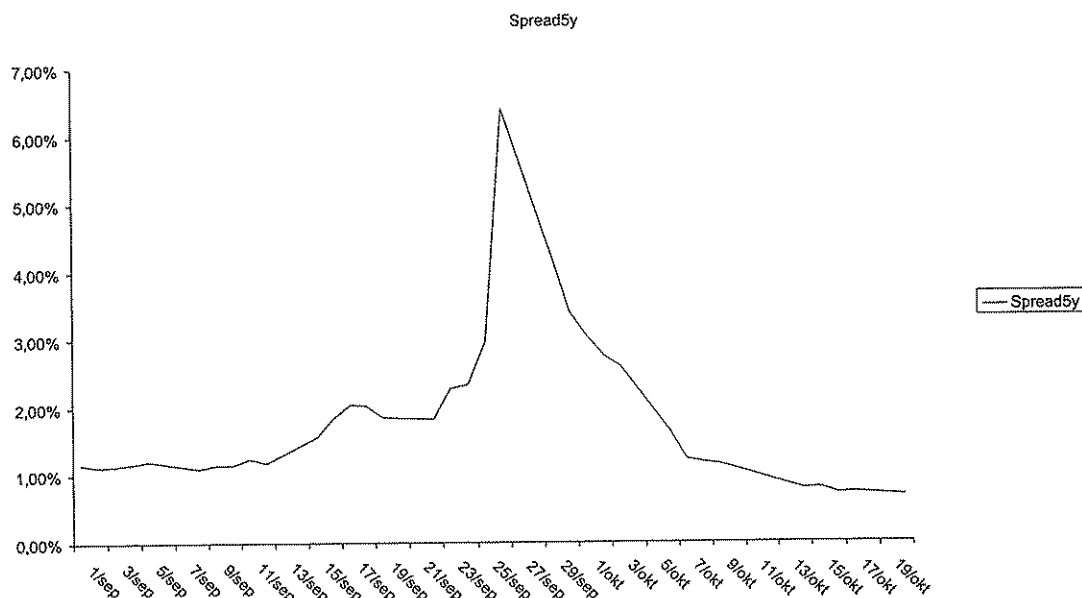
86. Le 15 septembre, les marchés financiers sont tétanisés par la faillite de Lehman Brothers. Fortis publie un communiqué concernant son exposition. Celle-ci n'est pas significative.
87. Le 26 septembre, la CBFA recommande vivement à Fortis d'explorer toutes les options stratégiques utiles pour remédier à la situation.
88. Le vendredi 26 septembre, la Direction de Fortis publie un communiqué annonçant l'accélération des ventes d'actifs.

La Direction organise une conférence de presse mais les marchés financiers (i) n'ont plus confiance dans la communication de Fortis et (ii) sont par ailleurs dans un état de panique généralisé. Fortis est dans ce contexte lourdement sanctionné ; le cours de l'action qui s'élevait à 6,53 € le 25 septembre va tomber à 5,20 à la clôture du 26 septembre.

89. Le 26 septembre, la méfiance du marché à l'égard de Fortis est telle que le coût de couverture contre une défaillance de Fortis (CDS soit le « *credit default swaps* ») atteint des taux astronomiques. Le coût est de plus de 600 points de base contre 270 la veille. Cela signifie qu'un créancier d'un montant de 10.000.000 € doit payer 600.000 € s'il souhaite se couvrir contre le défaut de paiement de Fortis !!!

Il faut savoir qu'au premier semestre 2008, ce coût de couverture se situe aux alentours de 90 points de base.

On trouvera ci-après un graphique illustrant l'évolution de la prime CDS pour Fortis banque.



90. A la lumière de ce qui précède, Fortis était le vendredi 26 confronté à une conjonction d'éléments négatifs :

- i. au cours de cette seule journée, Fortis a perdu l'accès au marché interbancaire *overnight*, dans lequel il obtenait, en temps normal, en cours de journée, environ 15 à 20 Md de liquidités ;
- ii. les clients institutionnels de la banque ont commencé à retirer des dépôts importants ;
- iii. dans quelques agences, des clients privés se sont présentés pour retirer leurs dépôts, ce qui a nuit à l'image de la banque, même si ces retraits n'ont eu qu'un impact tout à fait marginal sur la liquidité de Fortis banque ;
- iv. à la fin de la journée, Fortis a mobilisé la totalité de son *buffer* de *collaterals* pour obtenir de la liquidité auprès de la Banque Centrale Européenne et du marché *repo* ;
- v. Fortis a dû avoir recours pour la première fois au prêt d'urgence marginal (*Marginal Lending Facility*) accordé par la BNB pour un montant de 5,4 Md ;

- vi. les prévisions des besoins de liquidités et par conséquent la capacité de Fortis banque de pouvoir continuer à fonctionner dès le lundi 29 matin et les jours suivants nécessitaient l'intervention impérieuse d'un tiers.

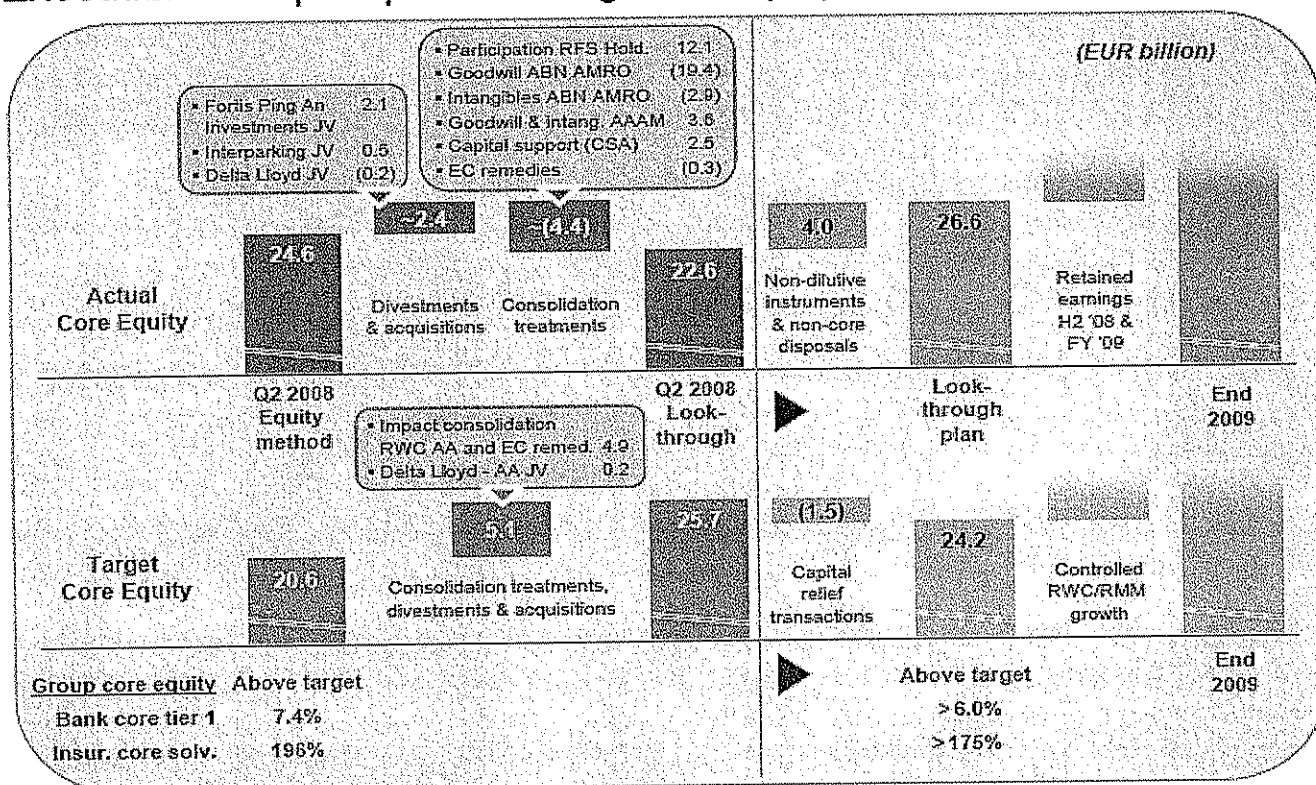
Il devenait évident que des mesures exceptionnelles devaient impérativement être prises avant l'ouverture des marchés le lundi 29 septembre.

§ 2.2.2. La situation de la solvabilité en septembre 2008

91. Conformément à la décision de la Cour d'appel, nous donnons ci-après brièvement quelques commentaires.
92. Les dernières informations sur le ratio de solvabilité ont été communiquées le 4 août, à l'occasion de la publication des résultats au 30.06.08. On trouvera ci-après la prévision de la solvabilité à atteindre (*look through approach*) (disponible à l'adresse [Fortis.com/investors relations/présentations/4 août 2008/présentation](http://Fortis.com/investors_relations/présentations/4_août_2008/présentation), p. 22).

Look-through method –

Execution of capital plan to bring core equity above targets



Ford's first half-year 2008 results | 4 August 2008 | 22

93. Il ressort de ce tableau que le *core equity* à atteindre (ratio *look through*) s'élève à 25,7 Md en juin 2009 et l'estimation de ce *core equity* qui serait effectivement atteint (en supposant que certaines hypothèses soient réalisées) à la même date s'élève à 22,6 Md. Le plan annoncé le 26 juin qui prévoyait d'augmenter le *core equity* de 8 Md (cf supra n° 79) devait permettre (i) de résorber cette insuffisance et (ii) de créer un certain *buffer* pour des développements futurs.

§ 2.2.3. La situation de la liquidité du 1^{er} septembre au 25 septembre 2008

a) Généralités

94. Ainsi que nous l'avons souligné dans l'introduction (cf. supra n° 41), nous avons préféré adopter une rédaction du rapport dans une suite chronologique. La réponse à la question de la Cour liée à la situation de liquidités entre le 1^{er} septembre et le 12 octobre se trouve dès lors à différents endroits du rapport, en fonction de l'évolution chronologique des opérations :
- a) la période 1 - 25 septembre se trouve analysée ci-dessous ;
 - b) la situation le 26 septembre, ci-après (cf. infra n°105 et sv) ;
 - c) la période 29 septembre - 3 octobre ci-après (cf. infra n° 156 et sv) ;
 - d) la période 6 -12 octobre, ci-après (cf. infra n° 270 et sv).
95. Pour apprécier la situation de la liquidité de Fortis banque, nous avons procédé à l'analyse d'un tableau de synthèse du suivi consolidé de la trésorerie du pôle bancaire. Un tableau relatif à la période 1^{er} septembre 2008 au 12 janvier 2009 nous a été remis.
96. Il convient de souligner que la trésorerie liée aux activités néerlandaises est incluse dans le tableau analysé jusqu'à la date de la cession à l'Etat néerlandais à savoir le 3 octobre.
97. Le tableau que nous avons analysé est un tableau consolidé du groupe bancaire Fortis (la trésorerie étant suivie de manière centralisée), c'est-à-dire sans distinction entre les dépôts et les besoins entre la Belgique, les Pays-Bas, le GD Luxembourg et les autres pays dans le monde où le groupe est actif (notamment les Etats-Unis).

Ledit tableau donne par jour (i) les estimations de besoins de trésorerie établies en début de journée et (ii) les montants réels obtenus par catégorie de *funding* et par type de prêteur éclatés entre les catégories suivantes :

- a) *unsecured funding* : fonds obtenus auprès des autres banques (marché interbancaire) sans remise de sûretés (*collaterals* en anglais) en contrepartie ;
- b) *secured funding* : fonds obtenus moyennant remise de *collaterals* auprès du marché interbancaire et des banques centrales ;
- c) les *collaterals* éligibles disponibles en début de journée ;
- d) l'évolution des dépôts des sociétés et des institutionnels auprès des banques du groupe ;
- e) l'évolution des dépôts du *retail* et *private banking* auprès des banques du groupe.

98. De manière globale, il est important de rappeler que le groupe Fortis présentait structurellement un besoin de *funding* dans un délai de un mois à un an (*net liquidity gap*) de l'ordre de 70 Md (74 Md au 31 décembre 2005, 66 Md au 31 décembre 2006 et 67 Md au 31 décembre 2007) (cf. *consolidated financial statements* 2007, p. 91).

Ce besoin structurel était principalement imputable aux activités néerlandaises (60 à 65 Md) du pôle bancaire. En effet, Fortis Bank Nederland ne détenait qu'une part limitée du marché des dépôts clients (particuliers et entreprises) (un des buts de la reprise de certaines activités de ABN Amro était de remédier partiellement à cette situation) alors que le groupe assurait historiquement (reprise notamment de Mees Pierson) une partie importante des activités de crédit (secteur de l'énergie, matières premières, *shipping*, financement de *primary brokers*, etc.) aux Pays-Bas. En synthèse, la filiale néerlandaise accordait davantage de crédits qu'elle ne récoltait de dépôts.

Il était normal que la maison-mère assure le financement lié à cette décision de gestion. Une avance de fonds quasi-permanente de l'ordre de 60 Md était accordée par la maison-mère Fortis banque au profit de sa filiale Fortis Bank Nederland.

b) Situation de la liquidité du 1^{er} au 25 septembre

99. Au cours de la période du 1^{er} septembre au 25 septembre, la situation de liquidité à court terme est caractérisée par les éléments suivants.
100. Les dépôts des institutionnels et des sociétés (*wholesale funding*) ainsi que des particuliers (*retail & private banking*) présentent au cours de cette période une érosion progressive. Sur l'ensemble de la période, les retraits s'élèvent globalement à près de 8 Md.
101. Les besoins prévisionnels de trésorerie pour la journée (à ne pas confondre avec le besoin de *funding* structurel mentionné ci-avant ; cf supra n° 98) établis en début de journée évoluent à la hausse tout au long de cette période pour atteindre un montant maximum de 19 Md le 25 septembre.
102. Le financement classique (principes des *tenders*) auprès de la Banque Centrale Européenne est en constante augmentation et atteint 40,7 Md le 25 septembre, soit une augmentation de 13 Md par rapport au 1^{er} septembre. Ce financement étant obtenu contre remise de sûretés, le stock de *collaterals* diminue par conséquent tout au long de cette période.
103. Les fonds récoltés sur le marché interbancaire (*intraday*) sans remise de sûretés sont en constante augmentation et atteignent 24 Md le 25 septembre, soit une augmentation de 17 Md par rapport au 1^{er} septembre.
104. En synthèse, au cours de cette période, la situation de la liquidité du pôle bancaire Fortis se dégrade progressivement, notamment à la suite de l'érosion progressive des dépôts *wholesale funding* et *private & retail banking* et entraîne une dépendance de plus en plus forte par rapport au marché interbancaire ainsi qu'au niveau de la Banque Centrale Européenne.

Chap. 3 Le plan Benelux des 27-28 septembre 2008

§ 3.1. L'état des liquidités de Fortis banque le 26 septembre 2008

105. Le 26 septembre au matin, malgré les financements « classiques » (*tenders*) accordés par la Banque Centrale Européenne à hauteur de 40 Md (en croissance de 19,5 Md par rapport au 1^{er} septembre et de plus de 25 Md par rapport à la moyenne des premiers mois de l'année 2008), le besoin de financement est estimé à 19,8 Md à couvrir avant la fin de la journée.
106. Les fonds récoltés dans le courant de la journée sur le marché interbancaire à un jour, avec ou sans *collateral*, diminuent fortement ; ils s'élèvent à 14,8 Md et sont inférieurs de 9,6 Md aux fonds récoltés le jour précédent et de 7,7 Md aux fonds récoltés en moyenne les 4 jours précédents.
107. Les dépôts des institutionnels et des sociétés (*wholesale funding*), pourtant stables du 22 au 25 septembre, diminuent de près de 6 Md au cours de la journée.

Les dépôts des particuliers (*retail & private banking*) enregistrent une baisse de 0,9 Md.

108. Pour la première fois de son histoire, Fortis banque présente, en fin de journée, un découvert de trésorerie auprès de la Banque Nationale de Belgique et doit faire appel au financement d'urgence *marginal lending facility* à hauteur de 5,4 Md ; cette ligne d'urgence est accordée moyennant un surcoût pénalisant de 1 % par rapport au taux classique de la BCE contre remise de *collaterals* éligibles.
109. La ligne de crédit d'urgence de la Banque Nationale de Belgique *Emergency Liquidity Assistance* n'est pas encore disponible.

En effet, pour rappel (cf. supra n° 54), l'octroi de cette ligne exceptionnelle d'urgence temporaire nécessite notamment, outre des actifs à mettre en gage, le « nihil obstat » du Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne. Ces éléments ont été traités en urgence durant le week-end par les différentes parties, ce qui a permis d'aboutir à l'octroi d'ELA's dès le lundi 29 matin.

110. En fin de journée, Fortis banque a utilisé tous ses *collaterals* acceptables par le marché, en ce compris sa réserve de *collaterals* stratégique/d'urgence (dite *buffer*).
111. Au soir du 26 septembre, les estimations pour le lundi 29 font état d'un besoin prévisionnel de trésorerie de l'ordre de 25 à 30 Md dont une partie significative en dollars. Nous reviendrons ultérieurement (cf. infra n° 156) sur la manière dont la liquidité a effectivement évolué le lundi 29. Il faut aussi savoir qu'une estimation le soir, pour le lendemain, peut varier pendant la nuit en fonction de multiples facteurs

dont entre autre l'évolution des marchés situés dans d'autres créneaux horaires que l'Europe.

112. Il convient de souligner que, contrairement aux ELA's qui peuvent être couvertes par des *collateral* de nature fort variable (y compris des immeubles par exemple), la *marginal lending facility*, ne peut être garantie que par des *collaterals* éligibles auprès de la BCE. Dès lors, compte tenu du manque de *collaterals* éligibles, il n'était pas possible d'accroître le montant de la *marginal lending facility*. En l'absence de prêts interbancaires suffisants, les ELA's se présentaient comme la seule source potentielle de liquidités à très court terme.

113. Compte tenu de ces éléments, il ne fait aucun doute que Fortis banque a connu en date du 26 septembre une crise de liquidités très aiguë mettant clairement en cause la continuité du pôle bancaire et, dès lors, certainement également la continuité de la société holding elle-même.

En d'autres mots, Fortis banque, à défaut de solution urgente durant le week-end, aurait été le lundi 29 au matin en état de cessation de paiements.

Au vu de ces éléments, le signal d'alarme lancé le week-end des 27-28 septembre par le management de Fortis auprès des autorités de contrôle et du gouvernement était absolument nécessaire.

§ 3.2. L'intervention des trois Etats belge, néerlandais et luxembourgeois

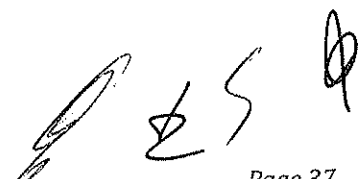
§ 3.2.1. Rappel de quelques faits

114. La Direction de Fortis ne fut pas en mesure, au cours du week-end, de présenter au Gouvernement un projet d'augmentation de capital, soit par les actionnaires existants, soit par d'autres institutions financières.

Les vendredi 26 et samedi 27 septembre, Fortis a pris différents contacts avec des institutions financières et a organisé une *data room* permettant un accès aux données essentielles.

Des contacts furent pris avec ING, BNP Paribas, Santander, HSBC, KBC, la Société Générale, le Crédit Agricole, la Deutsche Bank, Aegon et Munich Re.

115. Seuls ING et BNP Paribas ont communiqué verbalement au gouvernement une indication d'intérêt pour un montant situé entre 1 € et 2 € pour une action Fortis holding, le tout sous certaines conditions notamment en matière de portefeuille de produits structurés.



Le gouvernement belge considéra que les offres des acteurs privés étaient insuffisantes, et décida, en concertation avec les autorités néerlandaises et luxembourgeoises, d'étudier une prise de participation limitée à la banque par le biais d'augmentations de capital, de manière à tenter de restaurer la confiance des marchés, d'éviter la paralysie du système de paiements (en Belgique, à tout le moins, Fortis est à l'évidence une entreprise « systémique ») et de préserver l'épargne des déposants.

116. Outre les problèmes liés à la liquidité, se posait de manière aiguë la question de la solvabilité. L'annonce par la Direction, le 26 juin, d'un besoin (*look through approach*) de solvabilité de 8 Md avait entraîné de vives inquiétudes sur le marché et il convenait de tenter de restaurer la confiance.
117. La garantie de prêts interbancaires par l'Etat ne semblait pas être la réponse appropriée et ne fut, à ce stade, pas réellement envisagée.

S'agissant d'une garantie de prêts interbancaires par l'Etat, la question essentielle était évidemment d'en apprécier les conséquences sur le coût de la dette publique (cf supra n° 58 et sv). En outre, la mise en œuvre de telles mesures est beaucoup plus compliquée qu'il n'y paraît; il faut non seulement tout d'abord légiférer, obtenir un accord de la Commission européenne et ensuite mettre ces procédures juridiquement en œuvre (procédure estimée à deux mois au minimum).

Certains observateurs ont souligné que l'Etat belge avait accordé cette aide quelques jours plus tard (le 9 octobre) à Dexia. Le contexte de cette intervention nous paraît fondamentalement différent du cas Fortis. Les actionnaires disposaient d'un projet d'augmentation de capital, les besoins de liquidités n'étaient pas comparables, les solutions que souhaitait apporter l'Etat français devaient être prises en compte, etc. Il n'entre pas dans le cadre du présent rapport d'en décrire toutes les modalités.

L'Etat décida toutefois d'accorder sa garantie aux ELA's octroyées à Fortis banque par la BNB vu l'importance des ELA's à envisager par rapport aux fonds propres de la BNB. Cette garantie ne sera effectivement concrétisée que le 15 octobre par le vote d'une loi.

118. Vu l'importance de la situation de Fortis pour la stabilité financière non seulement en Belgique mais aussi dans l'ensemble de l'Europe, Mr Trichet, Président de la Banque Centrale Européenne et Mme Lagarde, représentant la Présidence française de l'Union, ont participé activement aux discussions d'organisation du sauvetage de la banque.

§ 3.2.2. Les modalités de l'opération

a) Généralités

119. Contrairement à ce que certains pensaient pouvoir espérer, il n'a pas été possible, durant le week-end des 27-28 septembre, de mettre en place le sauvetage d'un groupe Benelux unifié, maintenant une société holding forte dont le capital aurait été augmenté conjointement par les trois Etats, chacun acceptant d'avoir une position minoritaire. Les gouvernements respectifs ont rapidement affirmé qu'ils ne souhaitaient pas investir dans une société holding.

Il aurait également pu être envisagé que les trois Etats interviennent auprès de Fortis banque qui était à la fois (i) une société opérationnelle (activités en Belgique et à l'étranger) et (ii) la maison-mère des filiales néerlandaise et luxembourgeoise.

La volonté politique était néanmoins, dans le chef de chacun des trois Etats, d'intervenir auprès de la Banque de son pays, en visant en premier lieu la stabilité financière et la préservation de l'épargne du pays concerné.

L'intervention de l'Etat belge au niveau de Fortis banque conduisait à lui donner, outre un impact direct sur l'activité belge de la banque, une participation « indirecte » dans les activités néerlandaise et luxembourgeoise.

120. La volonté des autorités était de restaurer la solvabilité pour espérer ainsi (i) réduire la principale cause de méfiance à l'égard de Fortis et (ii) lui permettre de trouver à nouveau les liquidités sur le marché.
121. Le « plan Benelux » approuvé par le Conseil d'administration de Fortis la nuit du 28-29 septembre et annoncé à la presse le lundi 29 par un communiqué commun des trois gouvernements et un communiqué de Fortis avant l'ouverture des marchés peut se résumer comme suit.

b) Les activités liées à Fortis banque

122. S'agissant des activités liées à Fortis banque (activités belges, certaines activités étrangères, une détention à 100 % des filiales néerlandaise et luxembourgeoise), une prise de participation est effectuée par l'Etat belge (par le biais d'une augmentation de capital souscrite par la SFPI) de 49,93 % dans Fortis banque pour un montant de 4,7 Md.

En complément, la BNB accepta de conclure avec Fortis banque un *Emergency Liquidity Assistance Agreement* (« ELA ») destiné à assurer la liquidité des activités bancaires.

Le communiqué de presse ne fit pas état de la décision d'octroyer dès le jour même des ELA's, cette information étant, en vertu de la loi organique relative à la BNB et de la législation relative à la BCE, strictement confidentielle.

c) Les activités liées à Fortis banque Luxembourg

123. S'agissant des activités liées à Fortis banque Luxembourg, l'Etat luxembourgeois décide d'accorder à Fortis banque Luxembourg S.A. (une filiale à 99,92 % de Fortis banque) un prêt de 2,5 Md sous la forme d'un prêt obligatoirement convertible en actions (*mandatory convertible loan*). Cette forme d'instrument financier est assimilée à un *equity Tier 1*.

L'Etat luxembourgeois devait, au terme de la conversion, détenir 49,9 % du capital de la banque luxembourgeoise. Les modalités sont davantage précisées dans le *term sheet* conclu avec l'Etat luxembourgeois.

124. L'Etat luxembourgeois souhaitait également s'assurer que deux actifs « locaux » (d'une part une participation dans la société d'ingénierie en sidérurgie liée à l'ex-Arbed dénommée Paul Wurth SA et d'autre part une participation dans la Bourse de Luxembourg) ne soient pas ultérieurement cédés par le groupe. Il exigea de prévoir dans le *term sheet* que ces actifs lui soient cédés pour le montant symbolique de 1 euro.

Ces actifs figuraient au bilan de Fortis banque Luxembourg pour des montants respectifs de 2.600.000 € et 188.000 € et une valeur en « équivalence » (quote-part dans les fonds propres) de respectivement 4.000.000 € et 5.000.000 €. Il s'agit donc de montants non significatifs mais qui seraient de toute façon pris en considération dans le calcul de la valeur de Fortis banque Luxembourg au moment de l'évaluation liée à la conversion de l'emprunt obligataire.

La cession de ces deux actifs pour le montant symbolique de 1 euro semblait donc tout à fait logique.

125. L'Etat Luxembourgeois a, lors d'une assemblée générale qui s'est tenue le 15 décembre (convocation parue au Mémorial du 27 novembre) converti un montant de 2,4 Md pour détenir 49,9 % de la Banque (dénommée le jour de l'augmentation de capital Banque Générale de Luxembourg) et a conservé un montant de 100 Mios à titre de prêt subordonné.
126. Etant donné que les décisions liées aux activités luxembourgeoises n'ont pas été revues lors des opérations des 3, 5 & 6 octobre, il n'entre pas dans notre mission d'analyser la cession par l'Etat Luxembourgeois à BNP Paribas d'une partie de sa participation (16,67 % parmi les 49,9 % détenus) en Fortis banque Luxembourg.

d) Les activités liées à Fortis Bank Nederland

127. S'agissant des activités liées à Fortis Bank Nederland, les autorités néerlandaises annoncèrent une prise de participation de 49,9 % dans le capital de Fortis Bank Nederland (Holding) N.V. (détenant les sociétés Fortis Bank Nederland et la participation dans l'activité ABN Amro), filiale à 100% de Fortis banque, pour un montant de 4 Md.

128. Fortis, au terme des négociations avec les gouvernements, décida de mettre fin à l'opération ABN Amro et de rechercher un repreneur pour la participation de 33 % dans RFS holding. Cette annonce rapide était destinée à tenter de rassurer les marchés.

ING avait, au terme de ce week-end, déclaré être intéressée par la reprise de ABN Amro et une exclusivité de négociations de 15 jours lui fut accordée. Des chiffres furent cités pour une reprise d'actifs mais sans aucune confirmation écrite.

129. La participation de l'Etat néerlandais à concurrence de 49,9 % dans Fortis Bank Nederland holding pour un montant de 4 Md conduit à une valorisation avant augmentation de capital de 4 Md pour 100 % des actions de Fortis Bank Nederland seule car l'Etat néerlandais, en augmentant le capital de Fortis Bank Nederland (holding), devait recevoir des actions ne donnant pas droit aux revenus de la vente de la participation dans RFS holding .

L'intervention de l'Etat néerlandais ne sera finalement jamais réalisée.

§ 3.2.3. Les valorisations retenues

130. Conformément à la mission qui nous est confiée par la Cour (cf. supra n° 8), nous donnons ci-après notre appréciation de la valeur accordée à Fortis banque lors de l'augmentation de capital du 28 septembre 2008.

131. La participation de l'Etat belge à hauteur de 49,9 % dans Fortis banque conduit à une valorisation de 100 % des actions de Fortis banque à un montant de 4,7 Md avant l'augmentation de capital.

Ainsi que cela est précisé dans le rapport spécial du Conseil d'administration du 29 septembre 2008, cette valorisation à un montant de 4,7 Md a été réalisée sur base de la méthode de valorisation *top down*. Cette méthode a conduit à fixer la valeur de Fortis banque :

a) au départ de la capitalisation boursière de Fortis holding sur base du cours de clôture du 26 septembre (12,2 Md) ;

b) augmenté de l'effet du *double leverage* (7,6 Md) ; et

c) diminué de la valeur estimée de la branche assurances (15,8 Md).

Sur base de cette méthode, la valeur de Fortis banque a été évaluée à 4 Md ($12,2 + 7,6 - 15,8$) ou 16,53 € par action.

132. L'effet du *double leverage* (7,6 Md) correspond à la valeur des fonds qui ont été récoltés sur le marché par la société holding cotée du groupe au travers de différents instruments financiers et qui ont été investis dans le capital des filiales banque et assurance, essentiellement banque (90 %).

Ce *double leverage* comprend une partie des dettes de Fortis holding (9,8 Md) qui ont permis d'accorder des avances à ses filiales et celles-ci les ont converties en capital (Tier 1 ou Tier 2 selon les cas).

133. La valeur de la branche assurances a été déterminée sur base de *l'embedded value* qui est la référence dans le secteur (cf. supra 70 et sv).

La valeur obtenue sur cette base (15,8 Md) correspond à une fois *l'embedded value* (12,4 Md pour l'assurance-vie) à laquelle on a ajouté un montant de 3,4 Md pour tenir compte du secteur non-vie (environ 6 fois le résultat annuel de 0,5 Md).

134. Les négociations entre la Direction de Fortis holding et le gouvernement belge conduisirent finalement à un montant de 4,7 Md (au lieu de 4 Md). Cette approche permettait (i) d'utiliser le montant maximum prévu par la procédure de capital autorisé et (ii) d'émettre les actions au dessus de la valeur intrinsèque, conformément aux articles 596 et 598 du Code des sociétés.

Etant donné que tous les actionnaires (Fortis banque n'était pas détenu à 100 % par Fortis holding) n'ont pas été appelés à participer à l'augmentation de capital, réservée à la SFPI, il en résulte une limitation du droit de souscription préférentiel. A cet égard, les articles 596 et 598 du Code des sociétés prévoient notamment que le prix d'émission des actions doit nécessairement être au moins égal à la valeur intrinsèque des actions et qu'un rapport doit être établi par le conseil d'administration et par le commissaire.

Cette augmentation de capital de Fortis banque donna lieu à l'émission de 241.305.490 nouvelles actions soit un prix d'émission de 19,48 €/action (4,7 Md / 241.305.490 actions) supérieur à la valeur intrinsèque estimée d'une action de Fortis banque à 16,53 €/action (cf. supra 131 in fine).

135. Dans leur rapport, les commissaires concluent qu'ils n'ont pas mis en évidence d'éléments susceptibles de laisser penser que le prix d'émission, basé sur une valeur conventionnelle, ne serait pas au moins égal à la valeur intrinsèque. Ils précisent également que l'absence d'un renforcement immédiat de la situation financière et de la restauration urgente de la confiance pourrait influencer significativement à la baisse la valeur intrinsèque.

§ 3.2.4. Notre appréciation des valorisations retenues

a) considérations préalables

136. Il nous semble intéressant de comparer la valeur de 4,7 Md accordée à Fortis banque (société opérationnelle pour les activités belges et certaines activités à l'étranger et société-mère pour les filiales néerlandaise et luxembourgeoise) aux valeurs accordées aux deux filiales.

137. Les valeurs ont été déterminées sur base des principes suivants :

- a) la volonté de redresser la solvabilité (*en look through*) de Fortis banque à concurrence d'au moins 7 à 8 Md, ce qui représentait l'insuffisance annoncée par la Direction le 26 juin ;
- b) la capitalisation boursière de Fortis holding qui s'élevait à un montant de 12,2 Md le vendredi 26 septembre ;
- c) un certain pragmatisme lié à la nécessité d'agir rapidement, ce que permet l'utilisation du capital autorisé.

138. Les valorisations retenues ont été fixées à 4,7 Md pour FBB, 4 Md pour FBN et 2,5 Md pour FBL. Sachant que le conseil d'administration a justifié l'évaluation sur base d'une méthode basée sur la capitalisation boursière, il nous a semblé intéressant d'approcher ces valeurs sur base de la méthode des multiples du bénéfice annuel (P/E),

139. Le P/E (*price/earning*) de chaque entité peut être succinctement approché comme suit :

	Valeur	Bén. annuel	P/E
FBB	5,5	1,1	5
FBN (hors ABN Amro)	4,0	0,8	5
FBL	2,5	0,4	6

Un P/E (*price earning ratio*) de 5 à 6 est évidemment inférieur à la moyenne 2008 du secteur au 26 septembre (la moyenne s'élève à 7,6 ; cf supra n° 69) mais Fortis ne se trouve pas à ce moment dans une situation permettant de se situer dans la moyenne !

Il convient aussi de souligner que Fortis banque restait confrontée à un déficit en matière de capitaux propres de 7 à 8 Md annoncé dans le plan de solvabilité fin juin 2008, et qui ne fut réalisé que très partiellement par l'augmentation de capital de 1,5 Md fin juin. La décision intervenue pendant le weekend du 27/28 septembre de vendre ABN AMRO devait évidemment réduire les besoins de fonds propres mais uniquement à la condition que la vente permette de récupérer une partie du *goodwill* payé.

La valeur de Fortis banque, maison-mère de l'activité bancaire, doit donc assez logiquement être réduite de cette insuffisance de solvabilité. Cela conduit à un montant négatif de 2 Md (5 -7).

140. Deux autres éléments d'appréciation doivent intervenir dans le raisonnement.

Le premier est l'évaluation de la participation de RFS holding dans ABN Amro puisque l'évaluation de Fortis Bank Nederland excluait le produit lié à cette cession. Lors du week-end, un chiffre de 5 Md fut cité par un repreneur potentiel mais celui-ci s'est retiré dès le lendemain.

Le second élément concerne les corrections de valeur qu'il serait nécessaire d'apporter aux comptes pour redonner confiance aux marchés. La Direction de Fortis annoncera le lundi 29 (communiqué du 28) des corrections pour un montant de 5 Md.

141. Tous ces éléments ont conduit à une valeur totale pour le groupe bancaire proche de 4,5 Md :

- a) 5,5 pour FBB
- b) + 4 pour FBN
- c) + 2,5 pour FBL
- d) - 7,5 lié à l'insuffisance de solvabilité
- e) + 5 lié au produit espéré de la cession de ABN Amro
- f) - 5 de corrections de valeur

Ce montant de 4,5 Md est donc fort proche du montant de 4,7 Md auquel a été évalué le groupe bancaire dans le cadre des trois augmentations de capital.

En d'autres termes, la maison-mère n'avait de valeur que par le biais de ses filiales.

b) notre avis

142. Nous sommes d'avis que dans les circonstances données (société en état de cessation de paiement et une nécessité absolue de négocier en extrême urgence, en l'espace d'un week-end et dans un marché bancaire de plus très déprimé), il est vain de vouloir se référer (ou même faire des comparaisons) à des valeurs de marché, à des notions de *fair value* ou à toute autre méthode de valorisation généralement pertinente et robuste en période « normale » dans une optique de continuité (*going concern*) et donc en l'absence d'événements dits extrêmes.

Dans ces circonstances, le prix de transaction ne peut donc être que la résultante de négociations difficiles entre parties intéressées au sauvetage d'une société en difficultés de paiement et sur base de critères incluant le plus souvent des décotes, en fonction notamment de l'urgence et de la gravité de la situation.

143. Nous constatons que les parties ont pris en compte la valeur du cours de bourse de l'action Fortis au jour des transactions pour calculer la valeur de Fortis banque.

A un moment donné, le cours de bourse est à tout le moins un indicateur de l'opinion du marché sur la valeur d'un titre.

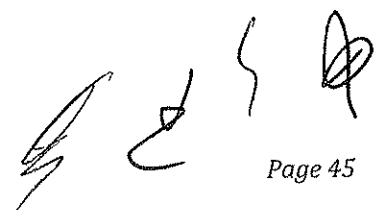
La méthode *top down*, moyennant prise en compte de l'*embedded value* pour les entreprises d'assurances constitue une méthode d'approche acceptable.

Cette méthode *top down*, conduit incontestablement à considérer que la totalité de la mauvaise performance de la capitalisation boursière est imputable au pôle bancaire. Ce principe nous paraît tout à fait justifié dans le cas présent puisque le secteur bancaire, en graves difficultés, nécessitait une intervention urgente de l'Etat.

144. Nous sommes d'avis qu'il n'y pas de justification économique à vouloir comparer la valeur fixée pour calculer la rémunération de l'augmentation de capital (soit 4,7 Md pour la valeur de la totalité de la banque) et les fonds propres (*book value*) de la banque au même moment.

145. Nous relevons par ailleurs que la Commission européenne, dans son avis du 3 décembre 2008 relatif à l'analyse des aides à la restructuration en faveur de Fortis banque et Fortis banque Luxembourg (n° 38, p.10) conclut que ces souscriptions à l'augmentation de capital contient un élément d'aide d'état dans la mesure où aucun investisseur privé n'était disposé à offrir le prix proposé par les Etats belge et luxembourgeois (n° 33-42).

146. En conclusion, compte tenu des circonstances exceptionnelles et extrêmes que nous avons plus largement décrites ci-avant, nous sommes d'avis que la valorisation adoptée (Fortis banque valorisée à 4,7 Md) est raisonnable et acceptable pour les actionnaires.



§ 3.2.5. Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social

147. Dans le droit des sociétés, la notion d'« intérêt social » (*“maatschappelijk” of “vennootschaps”- belang*) est une notion-clef qui reste cependant largement indéfinie, surtout lorsqu'il s'agit de « l'intérêt social des sociétés du groupe ».

Cela n'empêche que la doctrine juridique et la jurisprudence contemporaines s'accordent à ne pas faire coïncider l'intérêt social avec le seul « intérêt des actionnaires ». L'intérêt social est plus large. Il embrasse l'intérêt de tous ceux qui ont un intérêt immédiat à la survie, et donc à la rentabilité de la société ou du groupe auquel elle appartient. Même les auteurs qui définissent l'intérêt social d'une manière plus étroite, confirment que le comité de direction ou le conseil d'administration a l'obligation de tenir compte d'autres intérêts que ceux des actionnaires lorsqu'il prend des décisions qui affectent ces autres intérêts.

Il est clair que dans cadre d'un groupe actif dans les secteurs bancaire et de l'assurance, l'intérêt général joue un rôle plus important encore que dans d'autres secteurs en raison de la protection des déposants ou épargnants, du secteur de crédit en général et de la stabilité financière. Cette vision est aussi reflétée dans les décisions judiciaires rendues dans la présente affaire. Ainsi, la présidente du Tribunal de commerce tient compte des *« effets incalculables sur les déposants et les épargnants, et par voie des conséquences sur l'économie belge toute entière »* alors que la Cour d'appel pose la question de savoir si les décisions du conseil d'administration *« rencontrent effectivement le meilleur intérêt de la société et des ces actionnaires, voire même de l'ensemble des stakeholders »*.

148. S'agissant des décisions prises par l'Etat belge dans la nuit des 28/29 septembre où la survie de la banque et du groupe même ainsi que la stabilité du système financier belge étaient en jeu, nous sommes d'avis que ces décisions ont été prises dans l'intérêt général et que, selon les termes mêmes de l'arrêt de la cour d'appel, n'étaient certainement pas *« attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe »*, notamment de Fortis holding et de Fortis banque, bien au contraire.

Chap. 4 Les opérations des 3, 5 & 6 octobre 2008

§ 4.1. L'évolution de Fortis banque entre le 29 septembre et le 3 octobre 2008

§ 4.1.1. Généralités

149. Dès le lundi 29, il fallut se rendre à l'évidence ; l'intervention massive des Etats n'avait, à la surprise de tous les acteurs du week-end, pas rendu suffisamment confiance aux marchés financiers.

L'action Fortis chuta de 23 % pour aboutir à un cours de clôture à 3,97 €.

Parmi les raisons de cette chute du cours et de la persistance du manque de confiance, on peut certainement relever :

- a) la réaction des analystes qui se sont montrés particulièrement inquiets par rapport à la nouvelle structure du groupe. La position de chaque Etat ayant souhaité intervenir au niveau des seules activités bancaires du pays, conduisait à démanteler de facto le groupe et à l'obliger, à l'avenir, à s'organiser en structures nationales contrairement à la politique d'un groupe Benelux intégré (organisation par business lines et non par zone géographique) qui avait prévalu jusqu'alors ;
- b) l'annonce dès le lundi par ING (voir communiqué de presse ING du 29 septembre) de sa décision de renoncer à l'analyse du rachat de ABN Amro ;
- c) la diminution, malgré les interventions du week-end, dès le lundi 29 et le mardi 30 de la notation par Moody's, Standard & Poors et Fitch pour pratiquement toutes les entités du groupe. Cette diminution de la notation a confirmé la diminution significative de sources classiques de financement (*wholesale*) par des acteurs (des fiduciaires, des investisseurs institutionnels, des banques, ...) qui ont comme politique de ne prêter qu'à des débiteurs présentant une qualité suffisante en matière de notation ;
- d) l'annonce en début de semaine du rejet du plan Paulson aux Etats-Unis, ce qui a aggravé la méfiance et la nervosité des marchés .

Dans ces circonstances, on peut se demander si le marché aurait été rassuré, ou au contraire davantage inquiet, s'il avait été au courant de la solution apportée aux problèmes de la liquidité au travers des ELA's.

150. On ne manquera pas de remarquer que, malgré l'intervention de trois Etats, toutes les agences de notation bien connues des marchés financiers n'ont pas hésité à diminuer la notation de Fortis banque !
151. Cette situation d'incertitude a entraîné une poursuite du *bank run* et une hausse du cours du CDS (*credit default swap*) (appréciation du risque de défaut de paiement) qui s'est élevé à plus de 650 points de base soit une situation quasi-identique à celle du vendredi précédent (cf. supra n° 89).

§ 4.1.2. Les filiales bancaires aux Pays-Bas

152. Conformément à la décision de la Cour d'appel (arrêt, n° 114), il nous appartient de dresser la situation des filiales bancaires aux Pays-Bas entre le 29 septembre et le 3 octobre.
153. La filiale bancaire néerlandaise, par la structure même de ses activités (davantage de crédits accordés aux entreprises que de dépôts récoltés), était consommatrice de *funding*. (cf. supra n° 98).

Le bilan de la maison mère affichait de manière quasi permanente d'importantes avances de fonds (environ 50 à 60 Md) accordées à sa filiale néerlandaise.

154. S'agissant du financement par les banques centrales, nous constatons que l'appui, pendant trois jours, apporté par la DNB à concurrence d'un montant de 7 Md était largement inférieur (alors que des *collaterals* à concurrence d'environ 40 Md étaient disponibles mais d'une qualité incertaine) au financement apporté par la BNB. Bien entendu, dans un groupe aussi intégré que Fortis, il convient de rappeler que les besoins de financement localisés dans un pays ne sont pas toujours le reflet des activités du pays. En outre, il est logique, dans tout groupe quel qu'il soit, qu'une maison mère assume le financement de ses filiales.
155. Les retraits (*bank run*) spécifiques à la clientèle néerlandaise au cours de la semaine visée ne semblent pas significatifs.

Nous avons toutefois pu relever qu'au cours de la période du 30 juin au 30 septembre 2008, des retraits par des clients (*retail* & entreprises) ont été enregistrés à concurrence de quelque 11 Md, soit environ 15 % des dépôts *retail* & entreprises.

§ 4.1.3. Les besoins de liquidités

156. Malgré les financements « classiques » accordés par la BCE pour des montants stables à hauteur de 43 à 47,1 Md, la situation de trésorerie prévisionnelle présente au cours de cette semaine un besoin de financement croissant de jour en jour :

- a. le 29 septembre : 21,9 Md (estimation de 25 à 30 Md le vendredi 26 soir diminuée à la suite d'opérations *repo* entreprises le vendredi en date valeur du 29 septembre) ;
- b. le 30 septembre : 43,8 Md ;
- c. le 1er octobre : 53,5 Md ;
- d. le 2 octobre : 64,2 Md ;
- e. le 3 octobre : 65,1 Md .

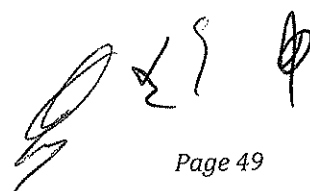
soit entre le lundi et le vendredi une détérioration de plus de 43 Md.

157. Les fonds récoltés par Fortis banque sur le marché interbancaire à un jour (*intraday* ou *overnight*) diminuent encore de près de 50 % par rapport au vendredi 26 septembre et oscillent au cours de la semaine entre 3,4 Md et 7,7 Md, contre une moyenne de 22,5 Md les 4 jours précédant le 26 septembre.

158. Les retraits de dépôts massifs constatés la première fois le 26 septembre au niveau des institutionnels et des sociétés (*Wholesale funding*) se poursuivent pour atteindre au terme de la semaine 19 Md ; des retraits de dépôts importants sont également constatés à hauteur de 5,1 Md au niveau des particuliers (*retail & private banking*).

§ 4.1.4 Les financements d'urgence

159. Outre les financements « classiques » auprès de la BCE, Fortis banque devait (i) d'une part maintenir son recours au financement d'urgence *marginal lending facility* de la Banque Nationale de Belgique et de la *Federal Reserve* des Etats Unis (*Discount Window*) pour des montants se situant entre 10,8 et 15,1 Md contre 5,4 Md le 26 septembre et (ii) d'autre part requérir l'utilisation de lignes de crédit d'urgence de la Banque Nationale de Belgique (BNB) et des Pays-Bas (DNB) (*Emergency Liquidity Assistance*) pour des montants croissants au cours de la semaine, à savoir :



- a. 14,8 Md (BNB) le 29 septembre ;
- b. 50,5 Md (BNB) dès le 30 septembre ;
- c. 51,3 Md (BNB) le 1er octobre ;
- d. 51,7 Md (BNB) et 7 Md (DNB) le 2 octobre ;
- e. 54 Md (BNB) et 7 Md (DNB) le 3 octobre.

160. Au soir du 3 octobre, Fortis bénéficie d'un financement global d'urgence à hauteur de 72,4 Md.

Ce montant de 72,4 Md (à savoir 11,4 Md de *Marginal Lending Facility* et 54 Md de *Emergency Liquidity Assistance* auprès de la BNB ainsi que 7 Md de *Emergency Liquidity Assistance* auprès de la DNB) est octroyé à un coût largement supérieur au coût du marché interbancaire.

Le coût additionnel des financements d'urgence (ELA's), comparé à un financement « normal » auprès de la BCE, s'est élevé à un montant de l'ordre de 28 Mios € en l'espace d'une semaine.

Par ailleurs, à cette même date, étant donné que Fortis banque utilise la quasi-totalité de la ligne ELA accordée le vendredi, le solde de ELA's « disponible », après mise en gage de tous les actifs disponibles en ce compris des actifs fondamentaux pour la poursuite des activités, ne s'élève qu'à 5,1 Md. La marge de manœuvre au niveau de la gestion de la liquidité est dès lors extrêmement faible en comparaison du retrait moyen de dépôts constaté au cours de la semaine (4,4 Md) au niveau des *Wholesale fundings* et du *Retail & Private banking*.

161. S'agissant des ELA's, il est important de souligner qu'elles ont été accordées :

- a. contre remise en gage d'actifs opérationnels fondamentaux (par exemple les immeubles) pour la poursuite des activités ;
- b. et qu'elles n'ont pu atteindre les montants précités qu'uniquement grâce à une augmentation du ratio dette/sûretés accepté habituellement par la BNB qui était en principe de 60 % et qui avait, en cours de semaine, été augmenté à 70%. Cet assouplissement des exigences de garanties a conduit à pouvoir accorder à Fortis banque le 30 septembre 10 Md de lignes ELA complémentaires.

162. Si l'on additionne les lignes d'urgence auprès de la BNB (72 Md) aux lignes ordinaires (cf. supra n° 156) auprès de la BCE (47 Md), le financement par les banques centrales avoisine les 120 Md au 3 octobre.

163. Le soir du 3 octobre, les gestionnaires ont estimé le besoin de liquidités pour le lundi 6 octobre à environ 65 Md ; ils espèrent recevoir à très court-terme le montant de 50 Md (12,8 + 34) des autorités néerlandaises mais aucune certitude ne peut être

avancée. Par ailleurs, il convenait de prendre en considération la sortie des dépôts *Retail & Private banking* liés à Fortis Bank Nederland (déconsolidation) estimés à un montant de l'ordre de 15 Md.

La trésorerie à recevoir à très court terme (environ 50 Md) à la suite de la cession de Fortis Bank Nederland (12,8 Md) et du remboursement de l'avance court-terme (34 Md) est dès lors insuffisante pour couvrir le besoin de financement.

Les gestionnaires n'entrevoient plus d'alternative à court-terme au recours aux ELA's. L'encaissement du montant de 50 Md (environ) n'est qu'une réponse partielle au problème de liquidités mais insuffisante pour redresser la situation à court-terme.

§ 4.2. La cession des activités néerlandaises à l'Etat néerlandais

§ 4.2.1. Les modalités de l'opération

164. Le monde financier est secoué le lundi 29 par la décision de ING de renoncer à la reprise de ABN Amro.

En début de semaine, apparaît une certaine confusion entre les autorités belge et néerlandaise sur l'interprétation des accords du week-end.

Le mercredi 1^{er} octobre voit une session houleuse au parlement néerlandais. Certains parlementaires expriment clairement leur volonté de reprendre ABN Amro et les activités néerlandaises (banque et assurances) en général.

Le Ministre des finances, Mr Bos, se dit conscient de la nécessité de sauver la partie « saine » des activités du groupe. Le Premier Ministre belge, Mr Leterme doit démentir.

165. Le jeudi 2 octobre, la DNB fait savoir qu'elle envisage de mettre Fortis Bank Nederland « sous tutelle » (procédure de *noodregeling*) dès le lendemain. Le même jour, le Ministre des Finances, Mr Bos, annonce qu'il ne procédera pas à l'augmentation de capital de 4 Md initialement prévue.

166. Selon les informations que nous avons pu recueillir, les représentants des autorités néerlandaises ont débuté les entretiens en proposant un montant de 9 MD pour l'ensemble des activités néerlandaises (Fortis Verzekering et ABN Amro inclus). On se souviendra que quelques jours auparavant, un montant de 4 Md avait été négocié pour 100 % de Fortis Bank Nederland (hors ABN Amro) (cf. supra n° 127).

Le conseiller de Fortis (Morgan Stanley) établit un document d'où il ressortait qu'un montant de 22 Md constituait une base d'évaluation plus raisonnable.

167. Après plusieurs étapes dans les négociations les jeudi 2 et vendredi 3, les parties tombent d'accord sur un montant global de 16,8 Md.

168. S'agissant des avances de Fortis banque vers Fortis Bank Nederland, les accords sont les suivants :

- a) une somme de 34 Md (avance court terme) sera remboursée immédiatement ;
- b) une somme de l'ordre de 10 Md sera remboursée à court terme ;
- c) une somme de 16 Md (avance à long terme) sera transformée en des instruments financiers négociables garantis par l'Etat néerlandais.

169. La ventilation de la somme de 16,8 Md fut décidée dans le courant du week-end.

Un montant de 12,8 Md fut attribué à l'activité bancaire (8,8 Md pour ABN Amro et 4 Md pour le solde de Fortis Bank Nederland) et un montant de 4 Md à l'activité assurance.

Cette ventilation n'était évidemment pas neutre puisque les bénéficiaires des ventes des deux activités n'étaient pas les mêmes sociétés. Le produit de la vente de l'activité banque revenait à Fortis banque (détenue à ce moment à 50 % par Fortis holding) tandis le produit de la vente de l'activité assurance revenait en totalité à Fortis holding.

170. La somme de 16,8 Md (12,8 Md relatif à Fortis banque et 4 Md relatif à Fortis holding) et l'avance de 34 Md furent versées par l'Etat néerlandais le lundi 6 octobre (cf. infra n° 272).

§ 4.2.2. Les valorisations retenues

171. Comme indiqué ci-avant (cf. supra n° 166), les négociations furent menées à l'aide d'une documentation préparée en urgence par Morgan Stanley. Nous avons pu analyser ces documents.

Le document Morgan Stanley rédigé début octobre conduit à une évaluation possible de 22,3 Md basé sur les conditions du marché de l'époque et dans une optique de *going concern*.

Un autre document, daté d'avril 2008, conduisant à une évaluation à l'époque de 32 Md, mentionné dans le procès-verbal du Board de Fortis du 3 octobre (p.3), fut

rapidement considéré comme non pertinent car, depuis avril 2008, le marché avait changé ; il suffit de voir la chute supplémentaire des cours boursiers des valeurs bancaire et de l'assurance en quelques mois (cf. supra n° 67 & 71) pour s'en convaincre. La différence entre les deux documents est que les multiples (P/BV et P/EV) appliqués en octobre sont évidemment inférieurs à ceux appliqués en avril de manière à refléter l'évolution du marché.

Les deux documents (avril et octobre 2008) de Morgan Stanley sont basés sur une approche identique, à savoir *sum of the parts*. Cette approche qui consiste à additionner les valeurs (soit une *book value*, un multiple du profit annuel ou encore une *embedded value*) (sur ces notions, voy supra n° 65 et 70) des entités d'un groupe sans se référer à la valeur du cours de bourse est évidemment fondamentalement différente d'une approche *top down* qui consiste à déterminer la valeur d'une entité du groupe en soustrayant de la capitalisation boursière de société cotée (généralement la maison mère) la valeur des autres entités.

172. Le montant de 22,3 Md basé sur des conditions normales de marché et dans une optique de *going concern* s'obtient de la manière suivante :

- a) Fortis Bank évaluée à 1,2 fois la *book value* soit 9,3 Md ($7,7 \times 1,2$) ;
- b) ABN Amro (en prenant en compte le financement entre Fortis banque et RFS holding) évalué à 7,1 Md à la suite de calculs complexes tenant compte de la *book value*, des synergies espérées (3,3 Md) et des impacts des pertes comptables dues à la déconsolidation ;
- c) Fortis Verzekering évalué à 0,9 fois l'*embedded value* (l'*embedded value* s'élève à 5,7 Md au 31.12.07) majoré de la capitalisation des profits *non life* et diminué de quelques ajustements, soit au total 5,9 Md.

173. Le ratio de 1,2 fois la *book value* retenu par Morgan Stanley (il conseillait le vendeur) pour l'activité bancaire nous paraît se situer dans « la fourchette haute » de l'époque.

En appliquant le ratio moyen de l'époque (disons 0,8), on obtient une valeur de 6,1 Md pour la banque au lieu de 9,3 Md.

174. Sachant que les négociations ont finalement abouti à un montant de 16,8 Md, le résultat obtenu s'élève donc à 75 % d'une évaluation « normale » en *going concern*.

Si l'on applique ce coefficient de 75 % aux deux activités, on obtient :

- i. pour la banque : 12,3 (75 % de $9,3 + 7,1$) ;
- ii. pour l'assurance : 4,5 (75 % de 5,9).

175. Certains observateurs estiment que le ratio banque/assurance adopté dans la transaction néerlandaise (12,8 Md contre 4 Md) est étrange lorsqu'on le compare au même ratio découlant des opérations liées aux activités belges décidées le premier

week-end, à savoir un montant de 4,7 Md pour la banque comparé à un total pour le holding de 12,2 Md.

Une telle comparaison n'est pas pertinente, et ce, pour au moins trois raisons :

- a) l'évaluation opérée le premier week-end était une approche *top down* qui consistait à « pénaliser » l'activité bancaire (cf. supra n° 171) ; or, ici l'approche *sum of the parts* donne un poids proportionnel à chaque entité ;
- b) la première branche de la comparaison met en balance une banque et une compagnie d'assurances tandis que la seconde met en balance une banque et un holding ;
- c) l'évaluation opérée le premier week-end consistait à évaluer Fortis banque et ses filiales néerlandaises et luxembourgeoises ; or, ici, seule l'activité bancaire néerlandaise est visée.

§ 4.2.3. Notre appréciation des valorisations retenues

176. S'agissant des circonstances exceptionnelles du contexte des négociations et des décotes à appliquer en fonction, notamment, de l'urgence et de la gravité de la situation, nous invitons le lecteur à se référer aux commentaires formulés ci-avant (cf supra n° 142).
177. Compte tenu du contexte particulièrement difficile et extrême (menace de *noodregeling*, situation de liquidités extrêmement tendue, etc., cf. supra n° 163), nous sommes d'avis que la valorisation adoptée (activités néerlandaises valorisées à 16,8 Md), correspondant de facto à une évaluation à 75 % d'une évaluation en *going concern*, est raisonnable.
178. S'agissant du montant attribué à l'activité bancaire, soit un montant de 12,8 Md, il faut, à notre estime, le comparer aux montants de 6,1 Md pour Fortis bank Nederland (cf supra n° 173 in fine) et 7,1 Md pour ABN Amro (cf supra n° 172), soit 13,2 Md.

Sachant que le démantèlement de Fortis Bank Nederland en une entité autonome (coût du démantèlement avec Fortis banque et l'intégration avec ABN Amro) est un élément important qui doit impacter une évaluation en *going concern*, ceci nous conforte dans le caractère raisonnable du prix de 12,8 Md obtenu.

179. Nous constatons que la valeur attribuée à Fortis Verzekering, soit 4 Md correspond à 70 % de l'*embedded value* (5,7 Md à fin 2007) tandis que BNP Paribas acceptera de payer dans les jours qui suivent une somme de 5,5 Md pour les actions de Fortis Insurance Belgium dont le montant de l'*embedded value* est identique (5,7 Md).

Il faut toutefois relever que Fortis Verzekering a dû faire face courant 2008 à la poursuite du litige relatif aux *woeker-polissen* (en français « polices d'assurance usuraires ») qui s'est soldé par un complément de provision de 0,5 Md (un montant de 0,25 Md avait déjà été acté au bilan au 31.12.07).

180. S'agissant de la ventilation de la somme entre, d'une part, l'activité banque (12,8 Md) et, d'autre part, l'activité assurances (4 Md), nous avons constaté qu'un rapport 12,3 Md contre 4,5 Md aurait été a priori plus logique (cf. supra n° 174).

Sachant qu'à ce moment Fortis holding détient 50,01 % de Fortis banque et 100 % (de manière indirecte) de Fortis Verzekering, sachant par ailleurs que l'évaluation de l'entreprise d'assurance pouvait être influencée par une provision à acter à propos des *woeker-polissen* (cf supra n° 179), il ne nous paraît pas opportun de nous attarder sur la question. L'impact d'une révision de la ventilation du prix n'a, in fine, qu'un impact très limité.

181. Sans que ceci remette en cause notre appréciation du caractère raisonnable des évaluations, nous sommes d'avis que l'application des conditions de conversion des obligations MCS devrait être analysée avec les autorités néerlandaises pour s'assurer que les points de vue sont identiques. Nous y reviendrons (cf infra n°258).

§ 4.2.4. Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social

182. Nous avons expliqué ci-avant (cf. supra n° 147) ce qu'il convient d'entendre, à notre estime, par intérêt social dans un groupe tel que Fortis.

183. S'agissant de la décision des conseils d'administration de Fortis holding et de Fortis banque du vendredi 3 octobre 2008 d'accepter de vendre aux autorités néerlandaises (i) la filiale Fortis Bank Nederland (holding) et (ii) la filiale Fortis Verzekering pour une somme globale de 16,8 Md, nous sommes d'avis que ces décisions ont été prises dans l'intérêt général et que, dans les termes de l'arrêt de la cour d'appel, elles n'étaient certainement pas « attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe », notamment de Fortis holding et de ses filiales, bien au contraire.

§ 4.3 L'acquisition par SFPI à Fortis holding de la seconde tranche de 50 % des actions de Fortis banque

§ 4.3.1 Les choix à opérer après la cession des activités néerlandaises

184. Après la vente du pôle néerlandais du groupe Fortis, le Gouvernement belge était, sur le plan théorique, face à trois options :

- 1) option n° 1 : le statut quo : c.à.d. le maintien d'une participation de 50% en Fortis banque ;
- 2) option n° 2 : l'augmentation de sa participation à 100% en Fortis banque ;
- 3) option n° 3 : la vente de la majorité des actions de Fortis banque à une autre banque.

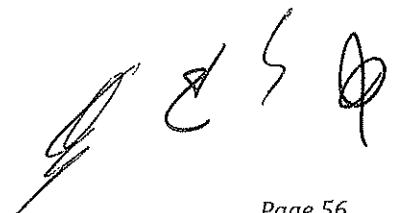
Nous faisons ici abstraction du pôle assurance qui n'était pas en difficultés et qui ne nécessitait l'intervention de personne. Nous lirons ci-après (cf infra n° 242 et sv) le contexte de la cession des actions de Fortis Insurance Belgium.

185. Le Gouvernement a choisi la troisième option et nous tentons ci-dessous d'analyser les critères de choix et l'effet de ce choix sur la position des actionnaires de Fortis holding.

186. Début octobre, le climat financier mondial restait évidemment toujours extrêmement incertain et vulnérable. Nous ignorons si les représentants du Gouvernement belge avaient à l'époque une vision pessimiste de ce climat et de ses perspectives mais s'ils l'avaient eue, cette évaluation pessimiste aurait certainement été confirmée par les faits.

187. Malgré l'amélioration de la situation de Fortis banque par la vente des entités néerlandaises en matière de solvabilité (qui devenait supérieure à 10%) et de sa liquidité (la rentrée du *funding* de Fortis Bank Nederland à concurrence de 72 Md moins les dépôts clients de 15 Md auprès de FBN antérieurement consolidé), la situation de Fortis restait assez préoccupante et pour le moins incertaine à cause notamment des éléments suivants :

- a) l'élimination seulement partielle des montants à financer par la BCE et la BNB qui se situaient à leur plus haut niveau à un montant de l'ordre de 120 Md (ELA + *Marginal Lending Facilities* + BCE) (cf supra n° 162) ;



- b) la persistance de perte de substance par Fortis banque en matière de dépôts clients (*retail & wholesale*) pendant la semaine du 29/9 – 3/10 à hauteur de 24,1 Md (cf supra n° 158) et la crainte que cette diminution des dépôts, en principe stables, continue ;
- c) la réaction négative du marché financier ainsi que toutes les agences de notation après les interventions des Etats le weekend du 27/28 septembre.

188. Il fallait en outre tenir compte des éléments suivants :

- a) la quasi-certitude qu'au vu de la faiblesse des marchés financiers, le Gouvernement et la BNB soient à très court terme obligés de soutenir au moins encore une autre banque belge ;
- b) les conséquences politiques et économiques d'une décision de soutien d'une banque sur la stabilité financière et la gestion de la dette publique.

Pour apprécier les aspects de stabilité financière et de politique économique, notamment les éléments suivants devaient entrer en ligne de compte :

- i. l'importance du total du bilan et au niveau de son passif, l'importance des obligations de Fortis banque (même après l'élimination de FBN et FBL) s'élevaient à quelque 600 Md, soit environ deux fois le Produit Intérieur Brut du pays ;
- ii. étant donné le ratio dette/PIB de l'Etat belge déjà très élevé, l'octroi implicite ou explicite de garanties au secteur bancaire pouvait éventuellement exercer une pression sur le rating de l'Etat belge et par conséquent sur le coût de financement de sa dette.

189. La vente de Fortis banque à une banque étrangère présentait les aspects défavorables suivants :

- a) le centre de décision d'une importante banque du pays se déplaçait à l'étranger ; on notera à ce sujet que la Belgique a déjà laissé partir, vers la France notamment, un certain nombre de centres de décision importants ;
- b) par le fait du déplacement de certaines activités à Paris notamment, la probabilité d'une certaine perte de *know-how* en matière financière et son effet négatif sur "Bruxelles, centre financier".

Ces points défavorables étaient partiellement compensés par :

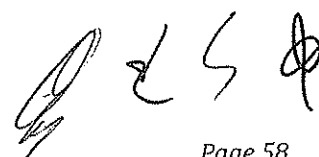
- a) l'intégration de Fortis banque dans un grand groupe international donnant au personnel et aux clients de Fortis des possibilités de développement additionnelles ;

b) le fait qu'une banque étrangère et, certainement si elle est localisée dans un pays voisin, n'achète pas une banque belge pour la négliger par la suite ; les craintes parfois émises relatives notamment au financement des entreprises et PME belges semblent, à notre estime, peu pertinentes.

190. Les conséquences pour les actionnaires du choix entre les différentes possibilités pouvaient se résumer comme suit.
191. La première possibilité (maintien d'une participation à 50 %) était pour les actionnaires pratiquement exclue étant donné que Fortis holding devait nécessairement vendre le solde des 50 % d'actions de Fortis banque afin d'éviter des problèmes de liquidité.
192. Quant au prix que les actionnaires auraient pu obtenir pour leur filiale bancaire (et éventuellement la filiale d'assurance), le choix pour l'une ou l'autre alternative (vente à l'Etat ou vente à un acteur privé) devait en principe être neutre. Une autorité publique ne doit pas et ne peut pas payer plus que ne le ferait un acteur privé. Ce serait agir au détriment de tous ses contribuables au profit de certains d'entre eux, c.à.d. les actionnaires de la société et ce, pour autant encore que lesdits actionnaires soient belges et s'acquittent de leurs impôts en Belgique.
193. Les autorités européennes veillent d'ailleurs à ce que les états membres ne payent jamais plus qu'une entité privée ne serait disposée à payer ; à défaut, il s'agirait en principe d'une aide d'état qui ne peut être justifiée que dans les conditions énumérées à l'article 87 (3) (b) du traité CE.

On notera à cet égard que la Commission européenne (cf sa décision du 3 décembre) a qualifié les interventions de l'Etat belge d'aide d'état. L'Etat a, d'après la Commission, payé plus que ce qu'un acteur privé disposant de la même information, aurait payé. La Commission a néanmoins approuvé les interventions des autorités belges sur base de la nécessité de « remédier à une perturbation grave de l'économie d'un Etat membre » (Décision du 3 décembre, n° 68-69)

194. S'agissant des possibilités (ou du droit) pour les actionnaires de récupérer une partie de leur perte liée à la chute de valeur de l'action, une autorité politique ne devrait, en principe pas, tout comme pour la détermination du prix même de la transaction, adopter une attitude plus souple que ne le ferait une entreprise privée. Toutefois, sur base de considérations sociopolitiques, l'autorité politique pourrait probablement accepter de mettre en place des solutions qui permettent aux actionnaires de récupérer une partie de leur perte au cas où l'activité de la société viendrait à se redresser. Mais dans cette hypothèse, les actionnaires devraient accepter, en contrepartie, de subir le contrepoids de nouvelles pertes éventuelles.
195. Ce raisonnement nous paraît particulièrement pertinent pour les options 1 et 2 c.à.d. dans les deux cas (Fortis banque est filiale de la SFPI à 50 ou 100 %) de *stand alone*.



S'il est vrai qu'une solution de *stand alone* permettait d'envisager des possibilités de redressement, essentiellement parce que la valeur de Fortis était déjà tombée à un niveau très bas au moment des transactions, il est tout aussi vrai que cette option comprenait plus de risques. Et dans l'hypothèse où une autorité politique viendrait à choisir cette alternative au profit potentiel des actionnaires, ces derniers devraient, à notre estime, participer aux risques et investissements nécessaires pour développer la société.

Ce n'est uniquement que dans l'hypothèse où l'intervention de l'Etat visant à sauvegarder la stabilité financière se réaliserait au détriment clair et disproportionné des actionnaires, qu'il serait légitime et équitable que le gouvernement accorde aux actionnaires des compensations ou des possibilités de récupération inconditionnelles. Le présent rapport a précisément pour but de tenter de déterminer si oui ou non ceci a été le cas.

196. Dans la décision prise le week-end des 4 & 5 octobre, le gouvernement nous semble avoir agi de manière logique et cohérente. Etant donné que son intervention était motivée par la préservation du fonctionnement du secteur financier, il a accordé la priorité à l'alternative qui lui permettait d'atteindre au mieux ses objectifs primaires, à savoir de céder Fortis banque à un acteur privé solide.

197. Dans le cadre de l'appréciation de l'alternative entre l'adossement à un partenaire privé solide et le maintien de la participation dans le chef de la SFPI (*stand alone*), il nous paraît utile de souligner l'importance de l'investissement (en capital et en prêt) réalisé par l'Etat belge, à savoir 14,9 Md (9,4 Md pour Fortis banque + 2,5 Md pour la SPV + 3 Md pour financer la SPV). Cette somme est très importante si on la compare, par exemple, à l'investissement du plus grand Etat du monde (USA) dans la plus grande banque au monde (Citigroup), d'un montant de 35 Md.

L'Etat belge a pris en considération le fait que BNP Paribas est incontestablement une banque internationale solide bénéficiant des meilleurs ratings. Elle figurait, à cette époque, parmi les trois banques les mieux notées dans le monde par Standard & Poor's. Son assise financière lui permettait d'envisager le *funding* des besoins de liquidités de Fortis banque.

198. Dans la mesure où les modalités des transactions sont raisonnables pour les actionnaires et que, le cas échéant, les autorités sont prêtes à faire un effort pour éliminer les points faibles éventuels et/ou faire participer les actionnaires à un redressement de leur société, le choix fait par le gouvernement ce week-end des 4 et 5 octobre nous semble logique et acceptable.

Le choix du gouvernement d'adosser Fortis banque à un partenaire solide était l'une des possibilités résultant des recommandations de la CBFA qui, le 26 septembre, avait invité Fortis à analyser des alternatives, dont l'une était de s'adosser à un acteur important du secteur.

On notera que si Fortis avait lui-même pu trouver un partenaire solide, on aurait très bien pu obtenir un résultat structurel identique. On peut même se demander si les

conditions n'auraient pas été moins favorables car la présence de l'Etat belge a très certainement conféré un climat de confiance et de stabilité aux discussions qui ont eu lieu ledit week-end.

§ 4.3.2. Les valorisations retenues

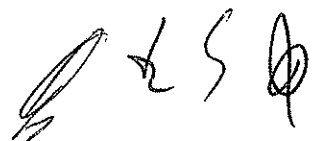
199. Conformément à la mission qui nous est confiée par la Cour (cf. supra n° 38), nous donnons ci-après notre appréciation de la valeur accordée à Fortis banque lors de la cession par Fortis holding de 50,01 % des actions de Fortis banque à la SFPI le 6 octobre 2008, pour un montant de 4,7 Md.

Nous ne détaillerons pas cette évaluation qui est, à notre estime, intimement liée à la valorisation négociée le même week-end avec BNP Paribas.

Dès l'instant où l'évaluation de la banque est décrite ci-après, dans le cadre de l'opération BNP Paribas, il est surabondant d'y revenir ici.

§ 4.3.3. Notre appréciation des valorisations retenues

200. S'agissant des circonstances exceptionnelles du contexte des négociations, et des décotes à appliquer en fonction notamment de l'urgence et de la gravité de la situation, nous invitons le lecteur à se référer aux commentaires formulés ci-avant (cf supra n° 142).
201. Le paiement d'un prix de 4,7 Md, qui ajouté au première montant de 4,7 Md du week-end précédent, conduit à une montant total de 9,4 Md nous paraît tout à fait cohérent avec le montant de 11 Md négocié avec BNP Paribas (cf infra n° 225 in fine).
202. Nous sommes d'avis qu'il n'y pas lieu de s'interroger sur la plus-value virtuelle réalisée par la SFPI entre l'acquisition des titres Fortis banque (basée sur une valeur pour 100 % des titres égale à 9,4 Md) et la cession de ces mêmes titres à BNP Paribas (basée sur une valeur pour 100 % des titres égale à 11 Md), ce qui, selon certains, aurait entraîné dans le chef de la SFPI un « profit » de 1,2 Md (75 % de 1,6 Md).



Ce raisonnement ne résiste pas à une analyse économique et ce, pour plusieurs raisons :

- a) pour boucler l'opération, la SFPI a été contrainte non seulement de financer 24 % (soit 2,4 Md) d'une SPV mais aussi d'accorder un prêt de 3 Md à cette même SPV ; la SFPI court donc un risque de 5,4 Md lié à la bonne évolution de ce portefeuille de produits structurés sélectionnés sur base de leur mauvaise qualité ; ce soutien complémentaire est souligné par la Commission européenne (sa décision du 3 décembre 2008, n° 63) comme un élément significatif de l'opération d'acquisition ;
- b) une somme payée en cash n'est pas en tant que telle comparable au même montant reçu en titres de la société de l'acheteur sur base d'un prix de marché à exercice non instantané ;
- c) la majeure partie desdites actions sont en effet bloquées (clause de *lock up*) pendant deux ans.

Nous ne sommes donc pas du tout persuadés que l'Etat belge, via la SFPI, ait réalisé « une bonne affaire », comme certains le laissent entendre.

- 203. Le paiement d'un prix de 4,7 Md par l'acquéreur était en fait nécessaire pour répondre au souci de (i) vouloir préserver une certaine valeur de l'action de la société holding et (ii) de permettre au holding de pouvoir faire face à un urgent besoin de liquidités.
- 204. En conclusion, nous sommes d'avis que l'investissement total de 9,4 Md (dont une somme de 4,7 Md revenant à Fortis holding) est un montant raisonnable et acceptable dans les circonstances extrêmes de l'époque.

§ 4.3.4. Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social

- 205. Nous avons expliqué ci-avant (cf. supra n° 147) ce qu'il convient d'entendre, à notre avis, par intérêt social dans une entreprise telle que Fortis.
- 206. S'agissant de la décision du conseil d'administration de Fortis holding des 5 et 6 octobre 2008 d'accepter de vendre à la SFPI 50,01 % des actions de Fortis banque, nous sommes d'avis que ces décisions ont été prises dans l'intérêt général et que, dans les termes de l'arrêt de la cour d'appel, elles n'étaient certainement pas « attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe », notamment de Fortis holding et de Fortis banque, bien au contraire.



§ 4.4. La cession à BNP Paribas de Fortis banque

§ 4.4.1. Les modalités de l'opération

a) Généralités

207. L'opération décidée les 4 & 5 octobre consistera à préserver à la SFPI une minorité de blocage (25,01 %) et à procéder à un échange d'actions. La SFPI apportera 74,94 % des titres de Fortis banque en augmentation de capital de BNP Paribas en échange de nouveaux titres BNP Paribas.

Il est prévu que l'apport sera rémunéré par des titres nouveaux BNP Paribas assortis d'un coupon « dividende 2008 » attaché.

208. Malgré la taille très importante de BNP Paribas, il convient de souligner que Fortis banque Belgique représente environ 40 % de celle-ci. La reprise en un week-end, dans des conditions d'extrême urgence, d'une banque aussi importante que l'est Fortis présentait donc inévitablement des risques importants pour le repreneur qu'il a tenté, dans la mesure du possible, de minimiser.

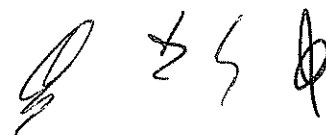
209. Au début des négociations, BNP Paribas ne souhaitait pas aller au-delà d'un effort financier de 13 Md.

On lira ci-après qu'au terme des négociations du week-end, l'investissement s'élève à 17,7 Md (11 pour FBB + 5,7 pour FIB + 1 pour le SPV), dont environ les deux tiers en actions et un tiers en cash.

210. L'opération qui fut conclue avec BNP Paribas est une cession d'actions de Fortis banque (74,94 %), le tout lié à d'autres opérations succinctement décrites ci-après :

- a) le transfert d'une partie du portefeuille de crédits structurés dans une entité distincte (*special purpose vehicle*) ;
- b) l'acquisition des actions de Fortis Insurance Belgium par BNP Paribas ;
- c) le dénouement d'un contrat entre Fortis holding et Fortis banque dénommé *relative performance note* lié à des obligations dénommées Cashes.

211. L'opération de transfert des titres Fortis banque est envisagée en deux phases, une première portant sur 54,55 % des titres dans le cadre d'une procédure de capital autorisé, une seconde portant sur 24,39 % des titres dans le cadre d'une augmentation de capital à décider par l'assemblée générale de BNP Paribas.



212. L'opération est soumise à une clause de *lock up*, c'est-à-dire que la SFPI ne pourra céder des actions BNP Paribas (du moins la première tranche de 54,55 %) qu'après une période de deux ans.
213. Postérieurement à la signature du protocole d'accord le 10 octobre, est survenue la question d'une plus-value latente, dans le chef de Fortis banque, liée à la qualité du débiteur (l'Etat néerlandais) d'un instrument financier d'un montant de 10 Md. Nous y reviendrons (cf. infra n° 222).

b) La création d'un véhicule pour certains produits structurés (SPV)

214. Au terme des négociations, les parties ont convenu de loger dans un véhicule distinct (SPV) une partie du portefeuille de crédits structurés.

Les parties conviennent que le SPV reprendra à Fortis banque un ensemble de crédits structurés d'un montant en valeur nette comptable de 10,4 Md à choisir par BNP Paribas avant le 30.11.08 dans un relevé d'un montant de 11,2 Md annexé au protocole d'accord.

On notera que l'évaluation des montants se base sur la situation au 31 août 2008 et que l'essentiel de ce portefeuille est en USD et en GBP. L'impact du cours de ces devises est évidemment un élément important d'appréciation (voy. l'impact de 1 Md vers la mi-novembre dont 66 % à charge de Fortis holding ; communiqué du 14 novembre, p. 6).

Ce véhicule sera financé (soit en capital, soit via une avance de fonds) à concurrence de 66 % par Fortis holding, 24 % par la SFPI et 10 % par BNP Paribas.

La mise en place d'une structure séparée pour accueillir des crédits structurés de mauvaise qualité est assez fréquent (voir les exemples de *bad banks*) car cela permet de (i) rassurer le repreneur et de (ii) lui donner la possibilité de se concentrer sur des tâches plus importantes que la gestion de ces produits dits « toxiques ».

c) La reprise des cashes

215. Les articles 4.10 et 4.11 du protocole d'accord du 10 octobre entre BNP Paribas, la SFPI et Fortis banque prévoient les principes liés à l'opération CASHES. Vu la complexité de cette opération, il sera nécessaire d'en préciser davantage les conséquences dans un avenant au protocole. Cet avenant n'est pas encore signé à ce jour.

Nous tentons ci-après d'expliquer en quelques mots la problématique des CASHES.

216. Les Cashes sont un instrument financier très complexe mis en place dans le cadre du plan d'amélioration de la solvabilité de Fortis banque (cf. supra n° 77).

Il s'agit de titres obligataires perpétuels, émis en décembre 2007 par Fortis banque pour un montant total de 3 Md, échangeables contre 125.313.283 actions Fortis holding (soit un prix d'exercice de 23,94 €). Ces obligations sont rémunérées par un taux d'intérêt égal à Euribor à 3 mois + 2%.

Cet instrument financier n'est pas remboursable en numéraire. Il est uniquement remboursable par échange d'actions Fortis, à l'initiative de l'investisseur.

Afin de disposer des actions Fortis nécessaires pour couvrir ses engagements, Fortis banque a acquis au préalable 125.313.283 actions Fortis par le biais d'une augmentation de capital souscrite par Fortis holding dans Fortis banque, émises pour les besoins de cette opération, à un prix de 18,75 € par action, soit un montant global de 2,35 Md.

La différence entre le montant nominal de la dette obligataire (3 Md) et la valeur des actions Fortis (2,35 Md) acquises pour couvrir la conversion de cette dette, soit 0,65 Md, correspond à la prime de conversion à payer par les souscripteurs des Cashes.

217. Compte tenu des règles comptables applicables au niveau de Fortis banque, tant la valeur des actions Fortis que la valeur des Cashes est ajustée en fonction de la valeur de marché (*mark to market*). Suite à un accord entre Fortis holding et Fortis banque, l'effet de variation des valeurs, symétrique ou non, des actions Fortis holding et des cashes fut neutralisé (par un contrat dénommé *relative performance note*) au niveau de la consolidation, de sorte qu'il n'y a pas d'impact sur la solvabilité et sur le compte de résultats.
218. Un tel système de relations financières est plus facile à mettre en place lorsque les deux acteurs se trouvent dans un groupe intégré car ce contrat nécessite effectivement une large confiance entre les deux intervenants.

Dans un contexte de séparation de Fortis holding et de Fortis banque, afin de délier au maximum les liens entre ces deux sociétés, BNP Paribas souhaita déboucler ce mécanisme et mettre fin de manière anticipée au contrat précité.

Sur base des accords négociés (cf. le protocole d'accord), Fortis holding doit verser un montant de 2,35 Md à Fortis banque car la rupture du contrat entraîne, dans le chef de Fortis banque, la nécessité de prendre en charge la perte liée aux titres Fortis holding.

219. Par ailleurs, les parties ont convenu que les produits futurs éventuels liés à l'évolution du cours des actions Fortis (*total return swap*) détenues par Fortis banque bénéficieront à Fortis holding.
220. A contrario, aucun gain de valeur ne fut constaté sur les obligations Cashes. Ce gain potentiel résulte de la cotation de cette obligation largement en-dessous du pair (cotation à 40 % de la valeur nominale en octobre 2008), ce qui permettrait d'envisager un rachat dégageant un gain substantiel.

221. En synthèse, Fortis holding doit payer à Fortis banque une somme d'un montant de 2,35 Md et devient le bénéficiaire économique (perte ou profit) de l'évolution du cours des actions Fortis détenues par Fortis banque.

Au niveau des fonds propres de Fortis holding (comptes statutaires), le dénouement de l'opération Cashes entraînera une diminution des fonds propres estimée à 2,35 Md lorsque ladite opération sera comptabilisée (enregistrement comptable suspendu à ce jour à la suite de l'arrêt de la Cour).

d) La plus-value potentielle liée à la qualité d'un débiteur

222. La transformation d'une partie (10 Md sur un total de 16 Md) des avances à long terme de Fortis banque à l'encontre de Fortis Bank Nederland en instruments financiers garantis par l'Etat néerlandais a généré, dans le chef de Fortis banque (le créancier) une plus-value potentielle due à la revalorisation dudit instrument financier (suite à l'amélioration de la qualité du débiteur). Un montant de 600 Mios € a été mentionné dans la presse.

Ce montant est extrêmement difficile à estimer car il est, entre autres, lié au cours de l'obligation qui est lui-même, entre autres, lié au montant de la prime CDS (*credit default swap*) relative à l'Etat néerlandais. Or, face à l'incertitude actuelle des marchés financiers, il est bien difficile de prévoir l'évolution des CDS.

Le protocole d'accord signé le 10 octobre ne prévoit pas de disposition particulière sur ce sujet. Les parties (BNP Paribas, Fortis banque et Fortis holding) ont déjà mené des pourparlers informels sur le sujet en vue de négocier un accord confirmant que le « profit » latent lié à cette amélioration du débiteur de l'instrument financier reviendrait à Fortis holding.

§ 4.4.2. Les valorisations retenues

223. L'évaluation de Fortis banque a été réalisée au départ d'une approche des fonds propres au 30 juin 2008.

Ces fonds propres ont dû, en quelques heures, être rapidement reconstitués (document dénommé « pro forma ») puisqu'il n'existait évidemment pas, à cette date, de situation bilantaire « hors activités néerlandaises ».

Lors des négociations menées durant le week-end relatives au calcul de l'*equity* (*book value*) de Fortis banque « reconstitué » au 30 juin 2008, il est évident qu'il fallait connaître le prix de cession à l'Etat néerlandais des actions de Fortis Bank Nederland (holding détenant Fortis Bank Nederland et la participation dans RFS

holding). Celui-ci influençait significativement le calcul puisqu'il dégagait une perte essentiellement due à l'opération ABN Amro.

L'Etat belge communiqua à BNP Paribas que, dans le cadre du calcul de la *book value* de Fortis banque, la vente des actions de Fortis Bank Nederland (holding) devait être prise en compte pour un montant de 12,8 Md.

L'impact de la cession des activités néerlandaises (16,8 Md) sur le bilan de Fortis banque est une diminution des fonds propres de 8,7 Md (22,9 Md au lieu de 31,6 Md ; cf. annexe 4 au protocole d'accord du 10 octobre 2008 entre Fortis banque, la SFPI et BNP Paribas).

224. Une fois les fonds propres déterminés, la volonté était d'évaluer Fortis banque à 70 % de la *book value*. Le ratio moyen (P/BV) des banques réputées à l'époque en bonne santé s'élevait à l'époque à 102 % et celui des banques en moins bonne santé à 60 % (cf. supra n° 68 in fine).
225. La manière dont la valeur de Fortis banque fut calculée par BNP Paribas fut expliquée aux analystes financiers à Bruxelles dès le 6 octobre (cf. p. 26 de la documentation remise aux analystes).

L'*equity (book value)* selon la situation pro forma au 30 juin 2008 s'élevait à un montant de 31,7 Md, auquel il fallait apporter les corrections suivantes :

- a) augmentation de 4,7 Md (augmentation de capital SFPI) ;
- b) diminution de 4,4 Md (goodwill & intangible assets concernant entre autres les activités *d'assets management*) ;
- c) diminution de 11,9 Md (goodwill ABN Amro) ;
- d) augmentation de 5,1 Md (cession des activités néerlandaises pour 12,8 à diminuer d'un montant de 7,7 correspondant au goodwill de ABN Amro dans les livres de Fortis bank Nederland) ;
- e) diminution de 9,4 Md (ajustements divers).

Les ajustements d'un montant de 9,4 Md sont, en partie, basés sur la mise en conformité de certaines évaluations avec les principes en vigueur chez BNP Paribas et s'expliquent en synthèse comme suit :

- i. réduction de valeur sur portefeuille de crédits structurés : 3,2 Md, avant apport à la SPV ;
- ii. impôts différés Etats-Unis : 1,5 Md (réduction d'un actif) (dû à la modification d'actionnariat) ;
- iii. réduction de valeur sur crédits : 0,7 Md (calculée sur base d'expositions à certains secteurs) ;

- iv. réduction de valeur sur portefeuille « *equities* » : 0,6 Md (portefeuille réalisé par Fortis banque courant septembre) ;
- v. révision des provisions pour fonds de pension : 0,8 Md ;
- vi. réduction de valeurs sur *assets management* : 0,7 Md ;
- vii. etc.

Il en résulte une *book value* corrigée d'un montant de 15,7 Md ce qui, multiplié par un coefficient de 70 %, conduit à une valeur de 11 Md.

226. Dès le lundi, il est apparu qu'au cours des rapides calculs du week-end, des éléments avaient été oubliés, dont la prise en charge d'une moins-value sur la filiale Fortis banque Luxembourg (impact de 600 Mios € représentant la différence entre la valeur comptable de la participation et le prix auquel l'Etat luxembourgeois devait convertir l'emprunt obligataire) et des ajustements sur des pertes probables liées à des cessions d'actifs non stratégiques (1 Md).

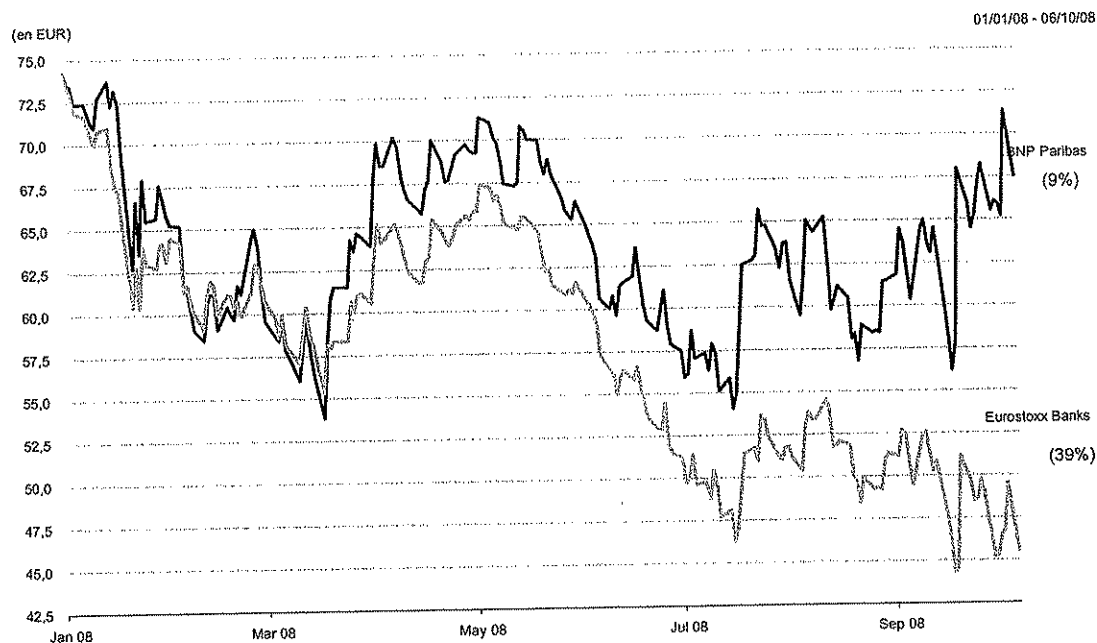
Ces ajustements ramènent la *book value* de Fortis banque à 14,1 Md (au lieu de 15,7 Md), ce qui signifie, à ce moment, que la transaction a lieu sur base de 80 % de la *book value* et non pas 70 %.

A ce stade, il n'est toujours pas question des CASHES.

227. Tous les ajustements « négociés » au cours de ce week-end ont nécessairement été calculés de manière forfaitaire à la lumière des informations disponibles dans un contexte d'extrême urgence.
228. Sachant que Fortis banque est évalué dans son ensemble à un montant de 11 Md, l'apport de 74,94 % des titres correspond à une valeur de 8,243 Md qui sera rémunéré par l'octroi d'actions nouvelles de BNP Paribas émises au cours de 68 € par action.

Comme il ressort du graphique ci-dessous, le cours de 68 € est le cours du jour de l'accord entre les parties. Il fut quelque peu supérieur dans les jours précédents mais la moyenne des dernières semaines était inférieure.

Graphique : Évolution du cours de BNP Paribas du 1er janvier au 6 octobre 2008



§ 4.4.3. Notre appréciation des valorisations retenues

229. S'agissant des circonstances exceptionnelles du contexte des négociations et des décotes à appliquer en fonction notamment de l'urgence et de la gravité de la situation, nous invitons le lecteur à se référer aux commentaires formulés ci-avant (cf supra n° 142).

Une valorisation basée sur 80 % de la *book value*, compte tenu des circonstances de l'époque et de la situation très délicate dans laquelle se trouvait la banque, nous paraît être une hypothèse raisonnable dans les circonstances de l'époque, mais néanmoins sévère vu l'importance des ajustements appliqués.

Il ressort en effet (cf. supra n° 68) des évaluations de l'époque réalisées par des organismes indépendants que le ratio P/BV moyen d'une banque « affectée par la crise » se situe à quelque 60 % et celui d'une banque « non affectée » à 100 %.

Cette valorisation à 80 % doit toutefois être nuancée si l'on prend en compte l'opération Cashes ; nous y revenons ci-après (cf infra n° 233 et sv).

230. Il est sans doute vrai qu'il n'est pas possible au départ d'une cotation boursière d'une banque d'apprécier dans quelle mesure une décote est le reflet d'ajustements nécessaires sur l'actif net de celle-ci.

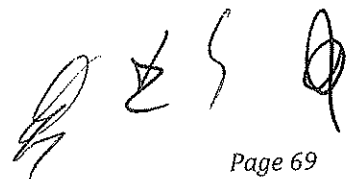
On peut donc a priori s'étonner de la sévérité des ajustements appliqués par BNP Paribas sur la *book value* de Fortis banque mais d'autre part :

- a) l'acquéreur n'a pas eu le temps matériel de réaliser une due diligence et le prix ne pouvait faire l'objet d'aucune clause de garantie de passif ;
 - b) au moment des négociations, les parties participant aux négociations ignorent dans quelle mesure le *bank run* de la semaine du 29 septembre au 3 octobre se poursuivra ;
 - c) de sérieuses inquiétudes existent quant à l'impact de la fin des synergies avec Fortis bank Nederland et Fortis banque Luxembourg devenue Banque Générale du Luxembourg ;
 - d) des coûts substantiels seront à prévoir en ce qui concerne la « désintégration » du *business model* qui liait Fortis banque à Fortis bank Nederland et Fortis banque Luxembourg.
231. Nous observons que la Commission européenne souligne « qu'un ratio de 70 % est cohérent avec le ratio observé pour les achats d'autres banques en difficultés qui ont eu lieu récemment (cf sa décision du 3 octobre, n° 60 et note subpaginale, n° 19).
232. Nous sommes cependant étonnés de ce que l'apport des titres Fortis banque ait été rémunéré sur base du cours de l'action de BNP Paribas sans prendre en considération un *discount* visant à tenir compte :
- a) d'une rémunération en actions au lieu d'une rémunération en cash ;
 - b) d'une clause de *lock up* de deux ans sur deux tiers des titres.

Selon nous, un *discount* de l'ordre de 15 % aurait paru plus conforme aux conditions souvent retenues dans ce type de transaction en titres plutôt qu'en espèces, ce qui aurait alors conduit à une évaluation du titre BNP Paribas autour de 58 € au lieu de 68 €.

Nous comprenons que, dans les circonstances de l'époque, les cédants n'étaient certes pas en position de force pour obtenir une rémunération de leur apport basée sur un cours de l'action BNP Paribas inférieure au cours de bourse.

233. S'agissant de l'opération liée aux CASHES, nous sommes d'avis qu'il n'est pas équitable que Fortis holding ait dû payer une somme d'un montant de 2,35 Md sans pouvoir récupérer une partie de ladite somme par la réalisation de la plus-value inhérente au cours des cashes en dessous du pair.



L'Etat belge (via la SFPI) a dû, après l'annonce au public le lundi matin de l'accord obtenu, accepter une renégociation de l'accord visant à dénouer l'opération Cashes. Cette question n'avait effectivement pas été soulevée lors des négociations du week-end. Il convient aussi de souligner que ce type d'opération est particulièrement complexe et rare dans le secteur bancaire. Il n'est donc pas étonnant que les impacts de cette opération n'aient pas été décelés au cours d'une négociation de deux jours particulièrement denses.

Cela étant, nous sommes d'avis que les dispositions du protocole d'accord relatives à l'opération Cashes, qui ont dû être négociées « au dernier moment » et sans beaucoup de marge de manœuvre, ne nous paraissent pas équilibrées.

234. Nous apercevons trois manières de rééquilibrer l'accord sur ce point.

235. La première solution, qui nous semble tout à fait souhaitable (et aussi de loin la plus simple) est de laisser subsister le contrat (*relative performance note*). Dans ce cas, Fortis holding ne doit pas verser la somme de 2,35 Md à Fortis banque et le contrat reste en vigueur. Cela signifierait, par ailleurs, que le prix payé par BNP Paribas resterait au ratio raisonnable de 0,8 fois la *book value*. En effet, par l'opération cashes, le ratio de 0,8 était devenu de facto 0,6.

Dans l'hypothèse où le maintien du contrat lié aux cashes ne pourrait être négocié, une seconde solution serait que les parties négocient la répartition du résultat d'une offre publique sur les Cashes à, par exemple, 40% de leur valeur nominale ; le marché semble intéressé par une telle opération.

236. Cette seconde solution peut encore elle-même être résolue de deux manières.

La première est une approche comptable. Cette opération engendrerait un bénéfice d'environ 1,2 Md dans le chef de Fortis banque, que Fortis holding et Fortis banque pourraient se partager. La partie revenant à Fortis banque compenserait la perte d'un financement *Tier 2* obtenu grâce à l'opération Cashes à des conditions attractives.

Une autre manière de se partager le résultat de l'opération de rachat serait de se baser sur les *cash flows*, au lieu de se référer à une approche comptable. Il en résulterait un apport de trésorerie pour Fortis holding dès l'instant où la différence entre le montant reçu par Fortis banque (2,35 Md) et le montant payé pour racheter les Cashes (à voir en fonction du prix à offrir par rapport au pair) pourrait être partagé entre Fortis banque et Fortis holding selon une clef à définir.

237. S'agissant de la plus-value potentielle (difficile à estimer) sur les instruments financiers garantis par l'Etat néerlandais (cf. supra n° 222), nous sommes d'avis qu'elle devrait assez logiquement revenir à Fortis holding car le document signé le 3 octobre entre l'Etat néerlandais et Fortis banque a été négocié entre des représentants de Fortis holding (à l'époque actionnaire majoritaire de Fortis banque) et l'Etat néerlandais.

§ 4.4.4. Le soutien de BNP Paribas au funding

238. L'appréciation de l'adossement de Fortis banque à BNP Paribas ne se limite certes pas aux seuls aspects relatifs à la valorisation des actions des deux entreprises.

S'agissant plus particulièrement de la liquidité, le soutien de BNP Paribas au *funding* des activités de Fortis banque est développé ci-après (cf. infra n° 271, 276 et 287).

S'agissant d'autres éléments qui peuvent contribuer à améliorer le funding, nous constatons que (i) l'amélioration de la solvabilité liée à la cession de Fortis Bank Nederland (holding) et (ii) l'adossement de Fortis banque à BNP Paribas a contribué à une diminution du coût d'une prime CDS (*credit default swap*) qui est retombé (chiffre au 9 janvier) à 75 points de base pour Fortis (contre 115 pour ING, plus de 300 pour Dexia et plus de 200 pour KBC). On se souviendra que la prime avait atteint 600 points de base fin septembre (cf. supra n° 89).

§ 4.4.5. Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social

239. Nous avons expliqué ci-avant (cf. supra n° 147) ce qu'il convient d'entendre, à notre avis, par intérêt social dans une entreprise telle que Fortis.

240. Le conseil d'administration de Fortis holding n'a pas eu à se prononcer formellement sur la cession d'une partie (74,94 %) des titres de Fortis banque par la SFPI à BNP Paribas.

Le Conseil de Fortis holding a dû statuer sur les opérations la concernant, à savoir le financement de la SPV, l'opération Cashes et quelques autres opérations complémentaires.

Fortis holding a signé le protocole d'accord du 10 octobre avec BNP Paribas.

241. S'agissant de la décision du conseil d'administration de Fortis holding des 5 et 6 octobre 2008 d'accepter les opérations la concernant, nous sommes d'avis que ces décisions ont été prises dans l'intérêt général et que, dans les termes de l'arrêt de la Cour d'appel, elles n'étaient certainement pas « *attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe* », notamment de Fortis holding et de ses filiales, bien au contraire.

§ 4.5. La cession à BNP Paribas des actions de Fortis Insurance Belgium

§ 4.5.1. Les modalités de l'opération

242. Il convient tout d'abord de souligner que Fortis Insurance Belgium ne connaissait aucune difficulté financière, que du contraire, et que la cession des actions a été envisagée essentiellement dans le but de résoudre un problème de financement de Fortis holding. BNP Paribas a marqué un intérêt à envisager cette reprise pour des raisons évidentes de synergies réelles et importantes entre les deux activités.

BNP Paribas est un groupe également largement présent dans le secteur de l'assurance où il réalise un chiffre d'affaires annuel de 18 Md (rapport annuel 2007 de BNP Paribas assurances, p. 42), soit plus du double du chiffre d'affaires de Fortis Insurance Belgium (7 Md).

243. Les activités de Fortis banque et de Fortis Insurance Belgium sont étroitement liées.

Un contrat très strict lie les deux entités et son échéance est fixée en 2017.

Fortis banque est « l'apporteur » d'environ 50 % des revenus « life » et 20 % des revenus « non life » de Fortis Insurance Belgium.

244. BNP Paribas a donc souhaité formuler une offre globale pour l'ensemble des activités en Belgique, à la lumière des arguments suivants :

- a) l'expérience de bancassurance très bien développée par Fortis intéresse BNP Paribas (ce modèle est moins connu hors Belgique) ;
- b) l'activité assurance peut se révéler « captive » pour maintenir ou développer la clientèle bancaire (*retail* ou *corporate*) ;
- c) le démantèlement des activités bancaires belges et néerlandaises (et peut-être partiellement des activités luxembourgeoises) constituera un challenge énorme auquel il n'est pas opportun d'ajouter un éloignement (certes limité vu le contrat liant les deux entités) des activités banque et assurance.

§ 4.5.2. Les valorisations retenues

245. Ainsi que nous l'avons indiqué précédemment (cf. supra n° 70), il est de coutume, dans le secteur de l'assurance, de publier chaque année un rapport sur *l'embedded value*.

246. Nous avons lu précédemment (cf. supra n° 73) que selon le rapport 2007 sur *l'embedded value* de Fortis Insurance (p. 13) celle-ci s'élève pour Fortis Insurance à 12,4 Md se ventilant en :

- a) 5,7 Md pour la Fortis Insurance Belgium ;
- b) 5,7 Md pour Fortis Verzekering ;
- c) 1,0 Md pour Fortis Insurance International.

247. S'agissant d'éventuelles plus-values latentes sur le parc immobilier ou sur des filiales telles « Interparking », elles sont bien évidemment prises en compte dans le calcul de *l'embedded value* ci-dessus.

Le parc immobilier de Fortis Insurance Belgium s'élève à quelque 3 Md (*consolidated financial statements* 2007, p. 145) et est détenu directement par la compagnie d'assurances, et non par sa filiale Fortis Real Estate. Cette dernière est essentiellement une société *d'assets management* pour compte du groupe ou pour compte de tiers. Fortis Real Estate détient une participation dans Interparking.

Les immeubles détenus par Fortis Insurance Belgium sont bien entendu des actifs représentatifs de son passif technique (affectés en garantie des réserves envers les assurés).

248. Une particularité de l'évaluation de Fortis Insurance Belgium est qu'elle est fortement dépendante de Fortis banque. Le maintien d'un lien fort entre les deux entités est donc un élément essentiel de l'évaluation et une négociation simultanée des deux entités augmente leur valeur potentielle.

249. Nous avons vu (cf. supra n° 72) que les valeurs des entreprises d'assurances ne sont pas brillantes en ce début octobre 2008. Le cours de bourse des principales entreprises d'assurances en Europe se situe entre 0,6 et 0,8 fois la *embedded value*.

250. Dans le cadre global des négociations du week-end (banque, crédits structurés, détermination du prix de cession des activités bancaires néerlandaises, besoins de liquidités de la Fortis holding, etc.), les parties décident de déterminer le prix de Fortis Insurance Belgium sur base d'un montant égal à une fois la *embedded value*, soit un prix supérieur à la moyenne du marché.

Nous ne nous attarderons pas ici sur la partie variable du prix (entre 225 et 450 Mios €) en sus du montant de 5,5 Md lié à la réalisation ou non de la transaction « Interparking ».

Le montant de 5,7 Md de *embedded value*, au 31.12.07, pour Fortis Insurance Belgium a été finalement ramené à 5,5 Md en prenant en compte des ajustements positifs et négatifs (notamment sur le portefeuille de crédits structurés) qu'il n'est pas opportun de développer ici.

§ 4.5.3. Notre appréciation des valorisations retenues

251. S'agissant des circonstances exceptionnelles du contexte des négociations et des décotes à appliquer en fonction notamment de l'urgence et de la gravité de la situation, nous invitons le lecteur à se référer aux commentaires formulés ci-avant (cf supra n° 142).
252. Nous sommes d'avis que le prix de 5,5 Md pour la totalité des actions de Fortis Insurance Belgium est un excellent prix dans les circonstances de l'époque.
253. Il est étonnant de relever la différence de traitement entre Fortis Insurance Belgium (cédée pour un montant de 5,5 Md) et Fortis Verzekering Nederland (cédée pour un montant de 4,0 Md) alors que la *embedded value* au 31.12.07 de chacune des deux entités est rigoureusement (c'est le hasard des chiffres !) identique, à savoir 5.607 Mios €.

Il ne faut toutefois pas perdre de vue le litige *woeker-polissen* expliqué ci-avant (cf supra n° 179).

Etant donné que le bénéficiaire est, dans les deux cas, Fortis holding, il est préférable d'apprécier la transaction dans son ensemble (la cession des deux entreprises) car les opérations du week-end devaient prendre en compte tellement de paramètres qu'il est vain de vouloir comparer l'une à l'autre.

254. En synthèse, nous sommes d'avis que, dans les circonstances tout à fait particulières où il était question de sauver non seulement une banque mais aussi un holding qui, chacune, était en difficulté de trésorerie, le prix global de 9,5 Md pour les deux entreprises d'assurances (Belgique + Pays-Bas), comparé à une *embedded value* de 11,2 Md est dès lors raisonnable. Ce montant représente 84 % de la *embedded value*, ce qui est conforme (voire légèrement supérieur) aux conditions du marché de l'époque.

Lors du premier week-end, un montant total de 15,8 Md fut attribué (cf supra n° 133) au secteur assurance, dans le cadre de la méthode *top down*. Si l'on souhaite comparer ce montant, il faut d'abord soustraire le montant relatif à Fortis Insurance

International, qu'on peut estimer à grosso modo 1,8 Md. Les montants à comparer sont donc, d'une part, 11,2 Md et, d'autre part, 14 Md. La différence s'explique par le fait que le premier week-end, il s'agissait d'une estimation (une fois *l'embedded value* majorée d'une capitalisation du bénéfice *non life* et sans aucun ajustement) alors que le second week-end, il s'agit d'une négociation au cours de laquelle les acheteurs ont souhaité appliquer des ajustements et exprimé le prix qu'ils étaient prêts à payer.

§ 4.5.4. Notre appréciation de l'éventuel caractère attentatoire à l'intérêt social

255. Nous avons expliqué ci-avant (cf. supra n° 147) ce qu'il convient d'entendre, à notre avis, par intérêt social dans une entreprise telle que Fortis.
256. S'agissant de la décision du conseil d'administration de Fortis holding des 5 et 6 octobre 2008 d'accepter de vendre à BNP Paribas la totalité des actions de Fortis Insurance Belgium, nous sommes d'avis que cette décision a été prise dans l'intérêt général et que, dans les termes de l'arrêt de la Cour d'appel, elle n'était certainement pas « *attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe* », notamment de Fortis holding et de Fortis Insurance Belgium, bien au contraire.

§.4.6. La situation de Fortis holding

§ 4.6.1. La volonté du gouvernement belge de préserver la valeur de l'action

257. Au seuil du week-end des 4 et 5 octobre, le cours de l'action s'élevait à 5,42 €.

Les négociations menées au cours du week-end ont été guidées, au moins partiellement, par la volonté du gouvernement de maintenir la valeur de l'action (du moins une valeur basée sur les fonds propres) au lendemain des opérations à une valeur aussi proche que possible de la valeur boursière du 3 octobre.

258. Avant d'analyser succinctement l'évolution des fonds propres de Fortis holding, il nous paraît utile de décrire brièvement les MCS.

Les MCS ont été émises par Fortis banque Nederland pour un montant de 2 Md et doivent pour la fin de 2010 être obligatoirement converties en actions Fortis holding à un cours de 18,74 € par action. L'émission de ces actions par Fortis holding sera rémunérée par Fortis Bank Nederland en actions Fortis Bank Nederland.

Il est clair que Fortis Bank Nederland accuserait une perte en souscrivant des actions Fortis holding à 18,74 €, perte qu'elle pourrait réduire, soit en achetant les actions Fortis holding dont elle a besoin pour rembourser les MCS dans le marché au prix actuel, soit en rachetant les MCS en-dessous du prix. Encore faut-il analyser si cette alternative est possible à la lumière du contrat existant.

En outre, l'Etat néerlandais pourrait ne pas être intéressé à ce que Fortis holding redevienne actionnaire de Fortis Bank Nederland.

Chaque solution présente des inconvénients pour l'une ou l'autre partie et comporte des risques juridiques.

Un compromis entre les parties concernées devrait probablement être envisagé, ce qui pourrait conduire à améliorer les fonds propres et la position de trésorerie de Fortis holding.

259. Sans l'impact des cashes (décision postérieure au week-end), les fonds propres au 06.10.08 de Fortis holding auraient effectivement été proches d'un montant de 12,5 Md (soit 5 € par action si l'on arrondit le nombre d'actions à 2.500.000.000).

Les fonds propres « pro forma » au 30.09.08 (estimation ; cf. communiqué de presse du 14 octobre, pp. 6 et 12) s'élèvent à 7,4 Md après effet Cashes, donc à quelque 9,8 Md avant effet Cashes.

Une partie de l'écart entre le montant de 9,8 Md et le montant de 12,5 Md devrait pouvoir être réduit à l'avenir en fonction de deux éléments :

- a) les MCS pourraient en 2010 (cf communiqué du 14 octobre, p. 10) contribuer à augmenter les fonds propres de Fortis holding par le biais d'émission d'actions de Fortis Bank Nederland (holding) ; le montant est, à ce jour, difficile à estimer car de nombreux éléments d'ordre juridique et financier sont à prendre en considération ;
- b) l'amélioration de la qualité du débiteur (Etat néerlandais) d'obligations dues par Fortis banque (cf supra n° 222) pourrait éventuellement, dans le cadre d'une renégociation avec Fortis banque, générer un profit dans le chef de Fortis holding ; le montant est également difficile à estimer à ce jour.

§ 4.6.2. La volonté du gouvernement belge de préserver la liquidité du holding

260. La situation de trésorerie de Fortis holding au 30 juin 2008 était une position nette de 0,1 Md (cf. communiqué du 14 octobre, p. 9) à laquelle s'ajoutait une amélioration de 2,3 Md au troisième trimestre (émission de *commercial papers* et *EMTN*), soit une situation de départ de 2,4 Md.

261. Les rentrées et les besoins de trésorerie liés aux opérations des deux week-ends pourraient se résumer comme suit :

a) situation de départ :	+ 2,4
b) cession de 50,01 % de Fortis banque Belgique :	+ 4,7
c) cession de Fortis Verzekering :	+ 4,0
d) cession de Fortis Insurance Belgium :	+ 5,5
e) remboursement de dettes entraîné par la cession d'actifs (<i>event of default</i>) :	- 9,4
f) <i>funding</i> de la SPV :	- 6,9
Total	0,3

262. Lorsqu'après le week-end est apparu le problème supplémentaire de financement des cashes (2,4 Md), il était évident que Fortis holding n'avait pas les moyens de le financer.

Fortis holding devait faire face à une insuffisance de trésorerie de 1,9 Md (0,5 Md de trésorerie à diminuer de 2,4 Md) et devait en outre disposer d'un *buffer* pour pouvoir faire face à des variations du cours des devises conduisant à une augmentation possible du *funding* du SPV.

L'Etat belge a dès lors décidé d'accorder, via la SFPI, un prêt maximum d'un montant de 3 Md à la SPV pour aider Fortis holding. Le financement de Fortis holding dans la SPV fut ramené de 6,9 Md à 3,9 Md.

Ce prêt est complètement *non recourse* vis-à-vis de Fortis holding, c'est-à-dire qu'aussi bien le remboursement que les intérêts sont à la charge du SPV. La SFPI assume donc un risque additionnel sur les crédits structurés logés dans le SPV.

§ 4.7. La création d'un fonds en faveur des petits porteurs

a) Les modalités

263. Quelques jours après l'annonce de l'opération BNP Paribas, le gouvernement belge a annoncé sa volonté de « ristourner » aux actionnaires de Fortis holding la plus-value éventuelle sur les titres BNP Paribas reçus en échange de la cession par la SFPI de 74,94 % des actions de Fortis banque. Pour mettre ce processus en œuvre, il est prévu d'émettre un coupon 42.

264. Le principe est de loger les actions BNP Paribas détenues par la SFPI dans un fonds jusqu'en 2014 et de vérifier à ce moment que la SFPI puisse « récupérer » le montant de son investissement majoré (i) des intérêts payés sur la dette contractée pour financer l'acquisition des titres Fortis holding calculés au taux des OLO's sur cinq ans (4,11 %) et (ii) d'une prime de risque fixée à 2 %.

Sur cette base, la SFPI qui a investi 9,4 Md en octobre 2008 devrait récupérer en 2014 un montant d'environ 12,65 Md.

265. Il est également prévu que l'indemnisation par action ne pourra excéder 8,96 €, soit la moyenne du cours de l'action fin juin (10 €) et la moyenne du cours de l'action début octobre (1,04 €).
266. Seules les personnes physiques, détentrices de titres au premier juillet 2008 pourront prétendre à ce coupon et ce, avec un maximum de 5.000 actions par personne.
267. Sur base des estimations du cabinet du Ministre des Finances effectuées à cette époque (nous sommes aux environs du 10 octobre et le cours de bourse de BNP Paribas se situe toujours aux alentours de 68 €), on peut espérer une croissance annuelle de 10 % du cours de l'action et du dividende si l'on se réfère aux observations des exercices 2003 à 2007. Sur base de ces hypothèses, le cours de l'action BNP Paribas pourrait en 2014 avoisiner les 100 € et le dividende par action 5,24 € (contre 3,25 € attendu pour 2008). Il en résulterait alors un produit pour la SFPI de 14,6 Md, générant un excédent de 1,95 Md « distribuable » aux détenteurs des coupons.

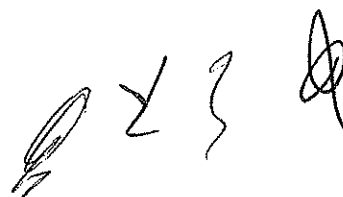
Si la croissance moyenne du cours de l'action et du dividende se limite à 7 %, au lieu des 10 % prévus, il ne subsiste aucun *return* possible pour l'actionnaire puisque cette croissance couvre à peine l'intérêt du financement et la prime de risque.

b) Notre avis

268. Il ne nous appartient pas de juger si l'Etat belge doit revoir, ou non, les modalités de cette « indemnisation » accordée à certains actionnaires.

Dans l'hypothèse où l'Etat belge prendrait cette décision, nous soulevons l'une ou l'autre piste de réflexion

- a) pour quelle raison effectuer une discrimination entre les investisseurs personnes physiques et les autres ?
- b) la prime de risque pourrait être revue.



Chap. 5 Situation de la solvabilité et de la liquidité de la banque à partir du 6 octobre 2008

§ 5.1. La situation de la solvabilité et de la liquidité de la banque du 6 octobre au 12 octobre 2008

§ 5.1.1 La solvabilité

269. Nous invitons le lecteur à se référer au § 5.2.1 (cf. infra n° 281).

§ 5.1.2. La liquidité le lundi 6 octobre 2008

270. Au cours de la journée du lundi 6, le besoin de quelque 60 Md sera couvert partiellement par la réception du paiement de l'Etat néerlandais à hauteur d'un montant de 50Md. Toutefois, compte tenu de la baisse des dépôts (*Wholesale et Retail & Private banking*) qui s'élèvera en clôture de journée à 22,9 Md dont plus de 15 Md issus de la sortie de Fortis Bank Nederland du groupe (déconsolidation) Fortis banque a, malgré la réception de la somme de 50 Md, encore dû recourir aux ELA's à hauteur de 19,7 Md.

271. Dès le 6 octobre, alors que les négociations ne sont pas encore clôturées, BNP Paribas procure des liquidités (*intraday funding*) à Fortis banque à hauteur de 9,4 Md alors que précédemment cet *intraday funding* était proche de zéro. Cet *intraday funding* évoluera de manière croissante au cours du mois d'octobre.

272. Au soir du 6 octobre, Fortis banque a perdu un montant de 47 Md de dépôts (*Wholesale et Retail & Private banking*) (en ce inclus les 15 Md cité ci-avant), par rapport au stock disponible le 26 septembre en fin de journée.

§ 5.1.3. La liquidité du mardi 7 au vendredi 10 octobre 2008

273. S'agissant de la *situation de la liquidité entre le mardi 7 et le vendredi 10 octobre*, nous relevons les éléments suivants.

274. Les avances accordées par les banques centrales (hors lignes d'urgence) sont stables et se situent entre 42,4 Md et 48,1 Md.

275. La situation de trésorerie prévisionnelle à partir du mardi 7 octobre s'améliore et présente un besoin à financer en nette diminution par rapport aux jours précédents. Le besoin estimé évolue au cours de cette semaine entre 11,5 Md et 18,2 Md.

Cette amélioration résulte :

- i. du ralentissement des retraits de dépôts,
 - ii. du financement obtenu auprès de BNP Paribas (entre 9,4 et 18,3 Md) ainsi que
 - iii. de la réception, dès le 6 octobre, du paiement de l'Etat néerlandais à hauteur de 50 Md.
276. Les avances accordées par BNP Paribas représentent au cours de la semaine plus de 70 % du *funding* interbancaire de Fortis banque contre 3,5 % au cours des deux semaines précédentes. Ces avances sont octroyées sans remise de *collaterals*.

277. Les retraits de dépôts ralentissent à partir du mardi 7.

Pendant la semaine (7 au 10 octobre), les dépôts des particuliers (*retail & private banking*) se stabilisent (les retraits s'élèvent à 0,7 Md) alors que les retraits des institutionnels et des sociétés (*wholesale funding*) se poursuivent et s'élèvent à 6,6 Md.

278. Au 10 octobre, Fortis banque a perdu au cours des deux semaines écoulées un volume de dépôts (*retail et wholesale*) d'environ 40 Md (soit 25 % du volume total). L'impact de la sortie des activités néerlandaises du périmètre (environ 15 Md) a été mentionné ci-avant (cf. supra n° 163).

279. Compte tenu des éléments cités ci-avant, les avances d'urgence sont nettement réduites :

- a) la « *marginal lending facility* » auprès des banques centrales n'est plus utilisée ;
- b) dès le 7 octobre, l'ELA accordée par la DNB à hauteur de 7 Md n'est pas renouvelée ;
- c) les ELA's accordées par la BNB se sont fortement réduites pour être annulées le 10 octobre. Les ELA's évolueront au cours de la semaine entre 6 et 12,7 Md, contre une moyenne de 44,5 Md la semaine précédente ;
- d) les ELA's ont en fait cessé d'être renouvelées dès que BNP Paribas a pu trouver les financements en dollars à concurrence des besoins de Fortis banque ; les dollars étaient difficiles à trouver sur le marché ; les premiers *fundings* assurés le lundi par BNP Paribas étaient des *fundings* essentiellement en euro et accessoirement en dollars.

280. Il est clair que sans le financement complémentaire important de BNP Paribas au cours de la semaine du 6 au 10 octobre, des lignes d'urgence (ELA's) auraient dû continuer à être maintenues de jour en jour car l'apport de liquidités (50 Md) résultant de la cession à l'Etat néerlandais n'a pas suffi à restaurer la liquidité de Fortis banque.

§ 5.2. L'évolution de la solvabilité et la liquidité de la banque du 12 octobre 2008 au 12 janvier 2009

§ 5.2.1 La solvabilité

281. La Direction (cf communiqué de presse du 22 janvier 2009) confirme que Fortis banque dispose à fin 2008 d'un ratio *core Tier 1* d'environ 10 %.

§ 5.2.2. La liquidité

282. En ce qui concerne l'évolution de la liquidité au cours de la période sous revue, nous nous limiterons à relever quelques éléments essentiels.

283. Les dépôts *wholesale fundings* et *retail & private banking* présentent, entre le 12 octobre et le 12 janvier, une légère érosion qui globalement aboutit à une diminution de ces dépôts sur la période de l'ordre de 6 Md.

284. Les financements classiques auprès de la BCE (principe des *tenders*) restent élevés et évoluent entre 42,6 et 50,3 Md. Ces montants sont toujours de loin supérieurs au montant moyen financé auprès de la BCE au cours des premiers mois de l'année 2008 (de janvier à août) qui s'élevait à 22 Md.

285. Tout au long de cette période, la situation prévisionnelle de trésorerie établie en début de journée fait état d'un déficit à combler en cours de journée. Au cours de la fin du mois d'octobre, ce besoin s'élève en moyenne à 12,8 Md (variant entre 3,7 et 26 Md selon les jours) et entre le 1^{er} novembre et le 12 janvier, il s'élève en moyenne à 6,4 Md (variant entre 1,5 et 12,7 Md selon les jours).

286. La liquidité durant cette période est notamment influencée par la transformation des dettes long terme de Fortis Bank Nederland vis-à-vis de Fortis banque en dettes à court terme à hauteur de 16 Md, à savoir :

- a) un montant de 6 Md a été remboursé en numéraire le 21 octobre et a eu un effet direct sur la liquidité ;
- b) un montant de 10 Md a été converti en obligations à long terme émises par l'Etat néerlandais le 26 novembre, augmentant ainsi le stock de *collaterals* éligibles auprès de la BCE (la créance à long terme dont disposait Fortis banque à l'encontre de sa filiale Fortis Bank Nederland n'était pas un *collateral* éligible auprès de la BCE) et permettant d'obtenir de la sorte, auprès de celle-ci, un financement complémentaire.

287. Le financement octroyé par BNP Paribas est, pendant la période sous revue (octobre à janvier), très important.

Entre le 13 octobre et le 3 décembre, ce financement va évoluer entre 19,6 et 34,9 Md.

Ensuite, entre le 3 décembre et le 12 janvier, le financement se situera entre 2,3 et 11,9 Md.

Pendant la période sous revue, BNP Paribas a assuré l'essentiel du *funding*. Il représente en moyenne plus de 80 % du marché interbancaire sans remise de *collaterals* (*unsecured funding*).

Il convient de souligner qu'à partir de décembre et plus encore en janvier, ce financement diminue considérablement.

288. Le soutien de BNP Paribas depuis le 6 octobre est réalisé à des conditions normales de marché (*at arm's length*) et lesdites conditions n'ont pas été modifiées postérieurement à la date de l'arrêt de la Cour d'appel.

289. Tout comme ce fut le cas au cours de la semaine entre le 6 et le 10 octobre (cf. supra n° 299), il est évident que si BNP Paribas n'avait pas maintenu son soutien financier, Fortis banque aurait dû, entre le 12 octobre et le 12 janvier, requérir, du moins en octobre et novembre, le maintien des lignes d'urgence (*marginal lending facilities* ou ELA's) auprès de la Banque Nationale de Belgique.

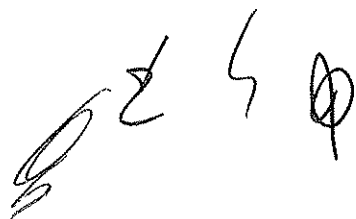
En d'autres mots, malgré le remboursement par Fortis Bank Nederland de sa dette à long terme de 16 Md, la situation de la liquidité est restée difficile en octobre et novembre 2008.

290. La situation en janvier 2009 s'est très sensiblement améliorée et le besoin de soutien de BNP Paribas s'est très largement réduit.

Il convient également de souligner que dans l'appréciation de l'évolution des besoins de financement et de liquidité et de leurs composantes, nous nous sommes, au cours de nos travaux, uniquement basé sur l'évolution du passif du bilan.

L'évolution de l'actif influence évidemment aussi le besoin de financement.

Dans le courant du dernier trimestre 2008, sur base des informations dont nous disposons, l'actif aurait été réduit de quelque 20 Md.

Handwritten signature and initials in black ink, located in the bottom right corner of the page. The signature appears to be 'S. Z. S. P.' or similar, with a stylized 'P' at the end.

Chap. 6 Conclusions

291. La mission qui nous a été confiée par la Cour d'appel consiste pour l'essentiel (i) à apprécier (donner notre estimation) les conditions financières des opérations acceptées par le conseil d'administration de Fortis holding les 3, 5 et 6 octobre 2008 et (ii) à tenter de dégager des solutions potentielles.

§ 6.1. Notre appréciation des conditions financières des opérations

292. Etant donné

- a) l'incapacité évidente de Fortis banque de continuer à fonctionner fin septembre/début octobre 2008,
- b) la nécessité absolue de protéger les clients de Fortis, le système financier et l'économie belges,
- c) les incertitudes et l'état d'urgence du moment,

nous sommes d'avis que les décisions prises par la (les) conseil(s) d'administration de Fortis, sur base des accords intervenus à l'issue de négociations entre le gouvernement belge et différents interlocuteurs, peuvent être qualifiées de logiques et raisonnables et qu'elles ne sont pas attentatoires à l'intérêt social des sociétés du groupe, dont Fortis holding et Fortis banque.

293. Au cours du premier week-end (27 et 28 septembre), Fortis banque était en état virtuel de cessation de paiement, entraînant par là de graves difficultés de trésorerie au niveau de Fortis holding.

S'agissant du second week-end (4 et 5 octobre), nous sommes également d'avis que Fortis banque était tout autant en état virtuel de cessation de paiement car elle n'était plus en mesure de faire face à ses échéances le lundi 6 octobre matin. Cela n'a été possible que grâce à l'intervention conjointe de la BNB et de BNP Paribas.

L'intervention de l'Etat belge était donc absolument nécessaire et, dès l'instant où il est intervenu (l'Etat belge, via la SFPI, a investi 14,9 Md), il est logique qu'il ait choisi la solution qui lui paraissait la plus appropriée pour (i) assurer au mieux la stabilité financière du pays (ii) sauvegarder une gestion cohérente de sa dette publique et (iii) préserver à long terme l'avenir de Fortis banque par l'adossement à une grande banque internationale.

§ 6.2. Pistes de réflexion et recommandations

a) généralités

294. Il convient tout d'abord de souligner que le conseil d'administration de Fortis holding ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour renégocier un élément significatif des conventions conclues. Seul l'Etat belge en a les moyens.

Nous tenons à souligner que désapprouver les opérations des 3, 5 et 6 octobre et les conventions qui en découlent serait, à nos yeux, une décision grave s'il n'existe pas d'alternative véritablement crédible. Cette alternative ne pourrait être envisagée qu'avec la collaboration de l'Etat belge. Pour que les choses soient claires, Fortis holding n'a, aujourd'hui, pas les moyens de construire seul une autre solution.

295. Nous sommes également d'avis qu'il convient de différencier, d'une part, la cession des activités néerlandaises et, d'autre part, les cessions à BNP Paribas.
296. Conformément à notre opinion sur le prix obtenu pour la cession des filiales néerlandaises (cf supra n° 177), nous estimons qu'une éventuelle renégociation de certains aspects des accords avec les autorités néerlandaises ne s'impose pas. Ce n'est évidemment pas à nous de l'exclure.

Nous tenons toutefois à souligner qu'un retour de Fortis bank Nederland au sein de Fortis banque ne nous paraît pas réaliste car le *funding* des activités du Fortis Bank Nederland à hauteur de quelque 60 Md par Fortis banque (aidé ou non par l'Etat belge) serait extrêmement délicat et risquerait de créer à nouveau une crise de confiance en Fortis holding.

Nous sommes toutefois d'avis que l'application des conditions de conversion des obligations MCS devrait être analysée avec les autorités néerlandaises pour s'assurer que les points de vue soient identiques. Nous nous en sommes expliqués (cf supra n° 181 et 258).

297. S'agissant des opérations conclues les 5 et 6 octobre, nous proposons d'analyser les hypothèses les plus envisageables.

Celles-ci sont les suivantes :

- 1) un maintien de 25,1 % à 50,1 % des titres de Fortis Insurance Belgium dans Fortis holding et l'apport de 25,1 % des titres de Fortis banque par la SFPI à Fortis holding ;
- 2) un *stand alone* au niveau du holding ;
- 3) un *stand alone* au niveau de la banque et de l'assurance.

Nous sommes d'avis que la première hypothèse est la plus appropriée.

298. Pour chacune des hypothèses, nous tenterons de définir les besoins financiers de Fortis holding pour pouvoir mener à bien les solutions respectives envisagées.

b) une participation en Fortis Insurance Belgium

299. La première hypothèse se résume comme suit :

- a) l'adossement à BNP Paribas est maintenu et la SPV est constituée ;
- b) Fortis holding maintient de 25,1 % à 50,1 % dans Fortis Insurance Belgium ;
- c) la SFPI apporte en augmentation de capital de Fortis holding 25,01 % des titres de Fortis banque.

Nous estimons dans cette hypothèse que les besoins financiers de Fortis holding se situent dans une fourchette qui se situe entre 1,5 Md et 2,8 Md selon l'hypothèse retenue (25,1 % ou 50,1 %).

Cet apport de trésorerie doit, à notre avis, être trouvé en priorité dans le maintien du contrat lié à l'opération Cashes car, ainsi que nous l'avons souligné dans le rapport, les dispositions convenues à cet égard ne sont pas équilibrées.

Si dans les circonstances de début octobre, BNP Paribas a payé un multiple (80 %) relativement raisonnable pour l'actif net, il faut aussi souligner que BNP Paribas a (i) appliqué de larges ajustements sur les fonds propres de la banque et (ii) a pu éliminer une partie importante des risques sur produits structurés. Il nous semble dès lors raisonnable que BNP Paribas accepte de revoir soit l'opération cashes, soit sa participation dans la SPV, soit une combinaison des deux.

300. Nous avons développé dans le rapport (cf supra n° 234) trois manières de revoir l'opération cashes. Nous invitons le lecteur à s'y référer.

301. S'agissant de la participation de BNP Paribas dans la SPV, elle pourrait être augmentée à, par exemple, 15 voire 20 %.

Une autre solution serait que BNP Paribas accorde un prêt *non recourse*, tel que prévoit de le faire la SFPI, à hauteur par exemple d'un montant de l'ordre de 1Md.

302. Une autre voie d'amélioration de la situation de Fortis holding serait de revoir la destination à attribuer au gain potentiel lié aux instruments financiers garantis par l'Etat néerlandais (cf. supra n° 222 & 237). Nous sommes d'avis que ce gain devrait assez logiquement revenir à Fortis holding car le document signé le 3 octobre entre l'Etat néerlandais et Fortis banque a été négocié entre des

représentants de Fortis holding (à l'époque actionnaire majoritaire de Fortis banque) et l'Etat néerlandais.

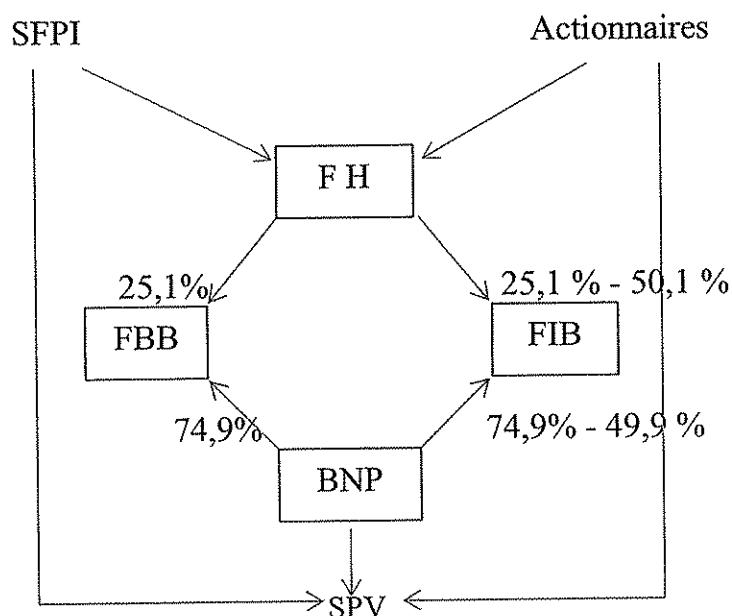
Le montant de ce gain potentiel est très difficile à estimer et nous ne pouvons confirmer le montant de 600 Mios € cité dans la presse.

303. Grâce à l'amélioration de sa position de trésorerie, Fortis holding pourrait ne vendre qu'une participation de 74,9 % (ou de 49,9 %) de Fortis Insurance Belgium à BNP Paribas.

Par la suite, la SFPI apporterait ses 25,1 % des actions de Fortis banque à Fortis holding en augmentation de capital et en recevant, en échange, des actions de Fortis holding.

La quote-part respective de l'actionnariat du holding détenu par la SFPI et par les actionnaires privés dépendrait bien évidemment de la manière de calculer la rémunération de l'apport des titres Fortis banque par la SFPI.

L'organigramme du groupe se présenterait dans ce cas comme suit



304. Dans le cadre des négociations visant à envisager une telle solution, les points suivants pourraient encore faire l'objet de réflexions :

- a) l'apport par la SFPI de ses actions BNP Paribas à Fortis holding rémunéré, par exemple, par des actions prévoyant des modalités de vote particulières tant au niveau de l'assemblée générale de BNP Paribas que de Fortis holding et des modalités particulières d'octroi de dividende ;

- b) une renégociation de certaines modalités du coupon 42, voire son annulation pure et simple.

b) Un *stand alone* au niveau du holding

305. La seconde hypothèse (*stand alone* au niveau du holding) nécessite bien entendu que les actionnaires réussissent à convaincre l'Etat belge (i) de renoncer au protocole signé avec BNP Paribas et (ii) de la pertinence de ladite hypothèse de *stand alone*. Cette hypothèse pourrait être structurée de la façon suivante :

1. la SFPI apporte 100% de ses actions Fortis banque à Fortis holding ;
2. la SFPI et éventuellement les actionnaires souscrivent à une augmentation de capital de Fortis holding d'environ 2,5 Md afin de lui permettre de financer la SPV, de conserver 100% de Fortis Insurance Belgium et de disposer des moyens nécessaires pour développer ses filiales ;
3. la SPV détenant 10,4 Md des actifs structurés est maintenue et l'actionnariat et le *funding* sont partagés entre Fortis holding et la SFPI.

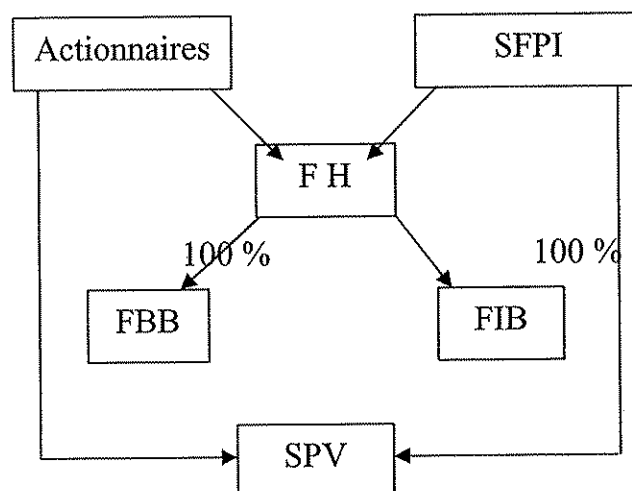
306. Dans cette hypothèse, Fortis holding ne dispose plus d'un *buffer* pour (i) mener à bien des projets d'investissement, (ii) faire face aux besoins complémentaires éventuels de *funding* de la SPV liés à l'évolution du dollar et de la livre sterling et (iii) à ses charges d'exploitation.

Ce *buffer* pourrait être trouvé dans le remboursement par Fortis banque à Fortis holding (via Fortis Brussels) d'un prêt de 1,1 Md (cf art. 4.9 du protocole d'accord conclu avec BNP Paribas). Ce remboursement nécessite l'accord des autorités prudentielles.

307. On notera que le *share purchase agreement* conclu entre la SFPI et Fortis holding prévoit des dispositions particulières de constitution de la SPV dans l'hypothèse où le protocole BNP Paribas ne serait pas finalisé. Il n'est pas nécessaire ici d'en donner les détails.

308. La valorisation des différentes sociétés lors de ces transactions et le niveau de la participation (actionnariat et financement) de la SFPI dans la SPV devraient évidemment faire l'objet de négociations. Il est évident que la valeur des sociétés telle qu'elle a été déterminée lors des transactions de fin septembre – début octobre constituerait une base logique de négociation.

309. Dans cette hypothèse, la structure se présenterait comme suit :



c) Un stand alone au niveau des sociétés opérationnelles

310. Une autre possibilité (troisième hypothèse) d'envisager une structure de *stand alone* serait la conservation par la SFPI de sa participation à 100 % en Fortis banque et l'acquisition par la SFPI de 100 % de Fortis Insurance Belgium.

Dans cette hypothèse, Fortis holding resterait dans la position dans laquelle il se trouverait si l'opération avec BNP Paribas était réalisée comme le prévoit le protocole d'accord.

Cette alternative ne nous semble pas intéressante car elle ne crée pas de valeur pour Fortis holding et elle nécessite un investissement complémentaire de la part de l'Etat belge.

d) notre avis

311. Parmi les trois hypothèses envisagées, nous pensons que la première (adossement à BNP Paribas pour 75 % de l'activité banque et assurance) est la plus raisonnable et la plus appropriée.

BNP Paribas est un partenaire solide qui permet d'envisager un projet industriel sans que l'Etat belge ne doive massivement investir.

Au terme de nos travaux, nous avons renforcé notre conviction qu'une intervention massive d'un Etat en vue de sauver une ou plusieurs banques est une opération extrêmement délicate qui, d'un côté, permet certes de conserver dans le pays un

centre de décision important mais qui, d'un autre côté, peut ne pas rencontrer le succès espéré en matière de projet industriel et s'avérer en outre très pénalisante pour l'économie du pays en général.

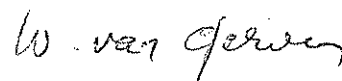
Il n'est pas neutre de relever que, même si la situation de chaque pays est toujours spécifique, l'Irlande, qui fut le premier « petit pays » à accorder d'importantes garanties de l'Etat à plusieurs banques, se voit depuis octobre lourdement pénalisée. Ce pays a dû en quelques mois augmenter les taux d'intérêt qu'il offre sur ses emprunts d'Etat car le public commence à douter de ses capacités à rembourser sa dette. Aux environs du 20 janvier 2009, l'Irlande a dû renoncer à une partie du plan décidé en octobre tant la situation actuelle du pays est problématique. Il convient aussi de souligner qu'à fin 2007, l'Irlande avait une dette publique d'à peine 25 % de son produit intérieur brut.

Dans ce débat économique complexe, le montant de la dette publique par rapport au produit intérieur brut et la taille des organismes bancaires par rapport à la taille du pays et la taille de la banque centrale constituent des éléments déterminants.

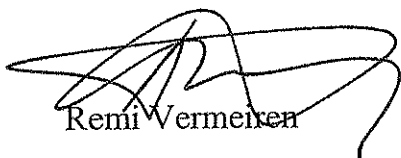
Fait à Bruxelles, ce 15 mai 2009



Guy Horsmans



Walter Van Gerven



Remi Vermeiren







André Killesse

Le collège d'experts précise que, pour des raisons liées à ses obligations statutaires de professeur en France, Monsieur Roland Gillet n'est pas en mesure de signer le rapport.

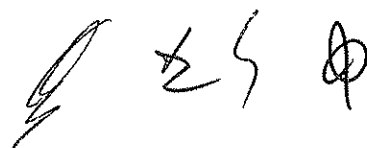
Annexe 1 : Abréviations

- AFM : Autoriteit Financiële Markten
- BCE : Banque Centrale Européenne
- BNB : Banque Nationale de Belgique
- BRI : Banque des Règlements Internationaux
- CBFA : Commission Bancaire, Financière et des Assurances
- CDO : *Collateralised Debt Obligation*
- CDS : *Credit Default Swap*
- CEO : *Chief Executive Officer*
- DNB : De Nederlandsche Bank
- ELA : *Emergency Liquidity Assistance*
- FED : Federal Reserve des Etats-Unis
- KUL : Katholieke Universiteit Leuven
- Md : milliard
- SPV : *special purpose vehicle*
- SFPI : Société Fédérale de Participations et d'Investissement
- UCL : Université Catholique de Louvain
- ULB : Université Libre de Bruxelles



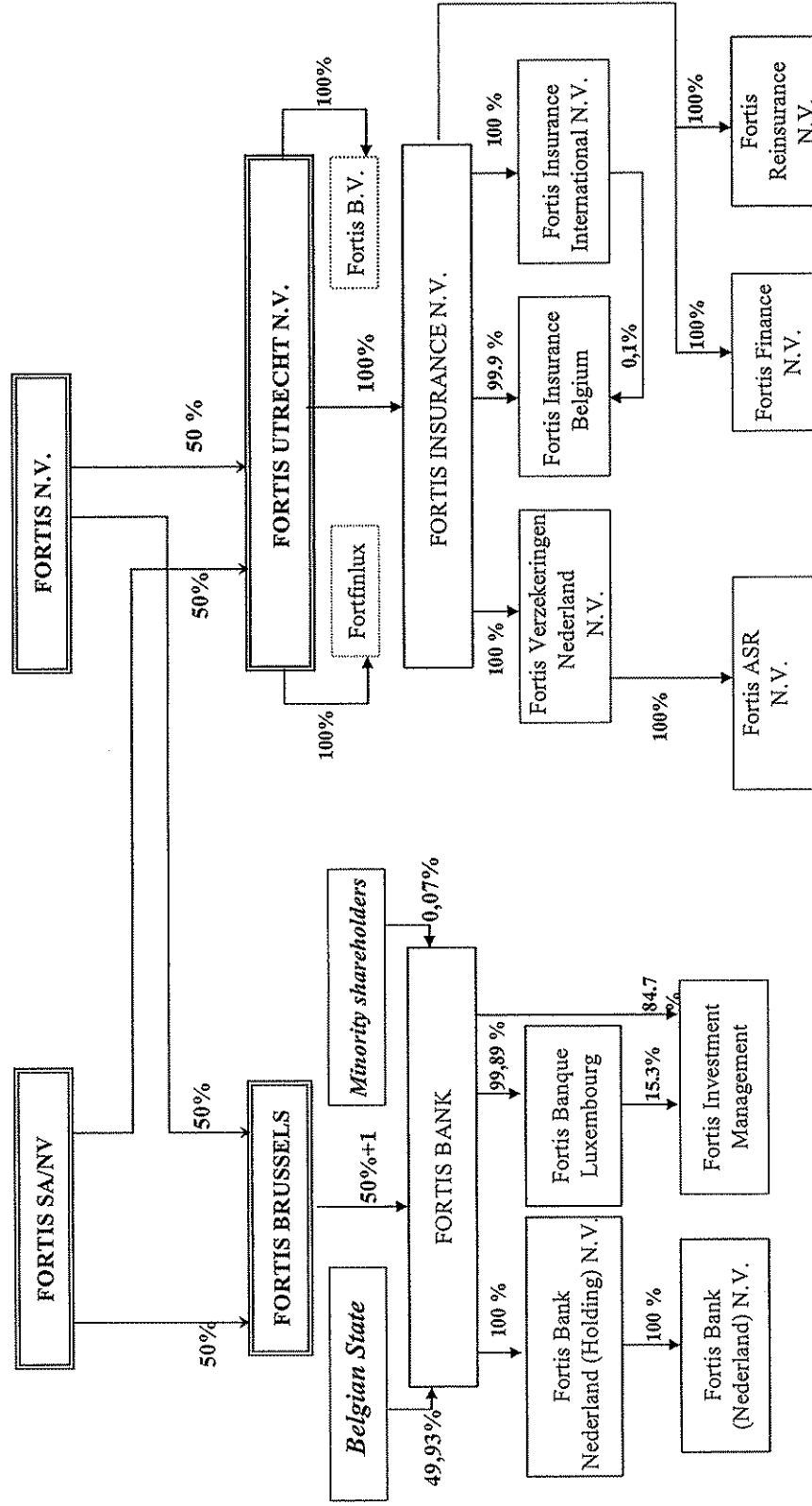
Annexe 2 : les personnes rencontrées

1. Le comité de pilotage, Mr Luc COENE, Mr Wim COUMANS, Mr Jean HILGERS, Mme Françoise MASAI, Mr Peter PRAET, Mr Pierre WUNSCH.
2. Mr Herman DAEMS, conseiller du Gouvernement belge
3. La BNB, Mr Guy QUADEN, gouverneur, et ses collaborateurs
4. La CBFA, Mr Jean-Paul SERVAIS, Président et Mr Rudi BONTE, membre du Comité de Direction, et leurs collaborateurs
5. Mr Jan-Michiël HESSELS, Vice-Président, faisant fonction de Président du Conseil d'administration de Fortis
6. Mr Philippe BODSON, membre du Conseil d'administration de Fortis
7. Mr Karel DE BOECK, CEO de Fortis
8. Mr Filip DIERCKX, Président du comité de direction de Fortis banque
9. Les responsables des services concernés de Fortis holding et Fortis banque
10. BNP Paribas, Mr De VARENE, responsable mondial Corporate Finance, et ses collaborateurs
11. Morgan Stanley, Mr Dominique LANCKSWEERT, managing director et ses collaborateurs
12. DEMINOR, Mr Pierre NOTHOMB, administrateur
13. VEB, Mr SLAGTER et Mr LEMMERS
14. Maîtres MODRIKAMEN, DEHAENE, BONHIVERS et ARNAUDTS, conseil des appelants
15. Maîtres NELISSEN GRADE, LEFEVRE, POTTIER et COLIN Linklaters, conseils de Fortis
16. Maîtres MEYERS et RUZETTE, conseils de BNP Paribas
17. Maîtres DIEUX, TILQUIN, WILLERMAIN, SIMONART et BOULARBAH, conseils de la SFPI
18. Maître D'HAENENS, conseil d'un actionnaire
19. Mr Gert NOELS, Chief Economist
20. Mr Paul DE GRAUWE, Professeur d'économie à la KUL
21. Mr Koen SCHOORS, Professeur d'économie à l'université de Gand



Annexe 3 : organigramme du groupe Fortis le 29 septembre 2008

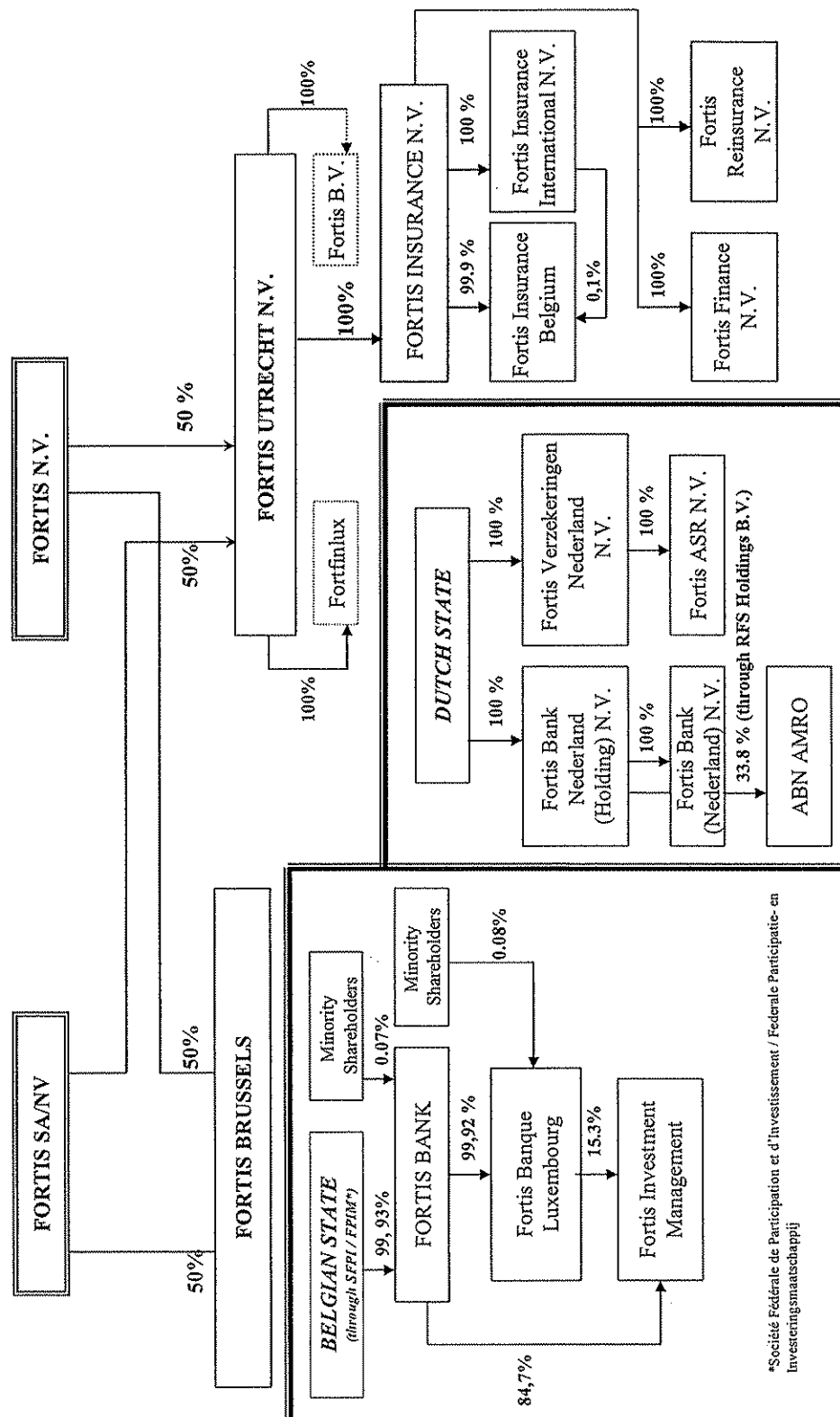
GLOBAL STRUCTURE FORTIS



[Handwritten signature]

29 September 2008

SIMPLIFIED GLOBAL STRUCTURE FORTIS



Rapport du collège d'experts – 15 mai 2009