



## De Fortis saga: Een commentaar

Vives beleidspaper n°2, november 2008

Koen Algoed<sup>1</sup>

### 1. Inleiding

Fortis Groep had de ambitie opgevat om Fortis Bank mee te laten spelen in de Europese champions league van de banken. Maar sinds kort is Fortis Groep een lijdend voorwerp geworden. Onvoorzichtig<sup>2</sup>, zelfs opportunistisch, gedrag is hier mee verantwoordelijk voor. Fortis Bank is in de klassieke val van het bankieren getrapt. Banken weten zich finaal verzekerd door de overheid<sup>3</sup>. En sommigen durven die wetenschap wel eens te misbruiken<sup>4</sup>. Maar Fortis Bank zat, zoals andere banken, gevangen in een internationaal web. In vergelijking met vroeger zijn de financiële instellingen veel meer van elkaar afhankelijk, letterlijk en figuurlijk. Bovendien is de transparantie veel kleiner in een globale markt. Zo is er minder zicht op de (kwaliteit van) verhandelde producten, minder zicht op de (kwaliteit van) tegenpartijen). Bemerkt dat rating agentschappen hier een belangrijke rol kunnen spelen als informatieverstrekker over de kwaliteit. Maar door een vermenging van belangen en gebruik van te optimistische modellen hebben rating agentschappen de kwaliteit van de financiële producten eerder ondermijnd<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup>HUBrussel en Vives KULEUVEN. De auteur dankt T.E.R. Vueren voor kritische opmerkingen op een vorige versie. Alleen de auteur is verantwoordelijk voor eventuele fouten.

<sup>2</sup> Voor sommigen komt Abn Amro voor de val.

<sup>3</sup> Voor banken bestaat er als het ware geen neerwaarts risico. Negatieve risico's kunnen ze op andere banken en de overheid (belastingbetaler) afwentelen. Want in tegenstelling tot andere bedrijven, zal de overheid een bank niet vlug failliet laten gaan. De schuldvorderingen op banken zijn immers betaalmiddelen terwijl de schuldvorderingen van banken gemiddeld een langere looptijd hebben en tegen een hoge kost liquide kunnen worden gemaakt. Geen enkele bank, gezond of niet, kan dan ook een run op zijn betaalmiddelen overleven. Erger nog, het falen van een bank kan een domino-effect met zich meebrengen. Zo hebben de jaren dertig van de vorige eeuw geleerd dat falingen van 'immorele' banken ook gezonde banken in de problemen kunnen brengen en aldus kunnen uitmonden in een systeemcrisis. Bovendien zet zo een crisis ook de reële economie onder druk. Wanneer een systeemcrisis dreigt, grijpen overheden dan ook met quasi aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid in. Misschien heeft de Amerikaanse overheid zo een systeemcrisis bijna ontketend door Lehman Brothers failliet te laten gaan.

<sup>4</sup> Daarom gaan er nu stemmen op om financiële instellingen op te splitsen in enerzijds instellingen die zich met spaar- en betaalverkeer van de consumenten bezighouden en anderzijds instellingen die krediet aan ondernemingen verlenen. Wie belegt in dergelijke kredietmaatschappij, weet meteen ook dat er zowel een opwaarts als neerwaarts risico kan zijn.

<sup>5</sup> Die agentschappens gaven een AAA rating aan effecten van 'effecten met een BBB rating'. Financiële instellingen waren dan ook blij dergelijke producten op hun balans op te nemen maar op die manier kwamen de 'lemons' via de achterdeur weer binnen.

De rommelhypotheekcrisis heeft dat gebrek aan transparantie pijnlijk blootgelegd met als gevolg dat het onderling vertrouwen in de marktpartijen werd aangetast. De vrees om met minderwaardige producten ('lemons') te worden opgescheept of zaken te doen met eventueel ook besmette banken, heeft zowel een neerwaartse druk op de prijzen van financiële activa gezet als het interbankenverkeer doen opdrogen<sup>6</sup>. Het gevaar voor averechtse selectie heeft met andere woorden de financiële markten dus ook parten heeft gespeeld.

Er zal nog veel inkt vloeien over de oorzaken en omstandigheden van de val van Fortis Groep. Hier beperken we ons tot een weergave van de diverse transacties eind september, begin oktober met betrekking tot de Fortis Groep. We hebben hierbij een bijzondere aandacht voor de rol die de federale overheid in dit verhaal heeft gespeeld.

## 2. Chronologie

Eind september, begin oktober heeft de Fortis Groep<sup>7</sup> een aantal drastische herschikkingen ondergaan. Schema 1 geeft grosso modo de uitgangspositie van Fortis Groep weer vóór de raid op de Fortis Groep uitbrak<sup>8</sup>.

---

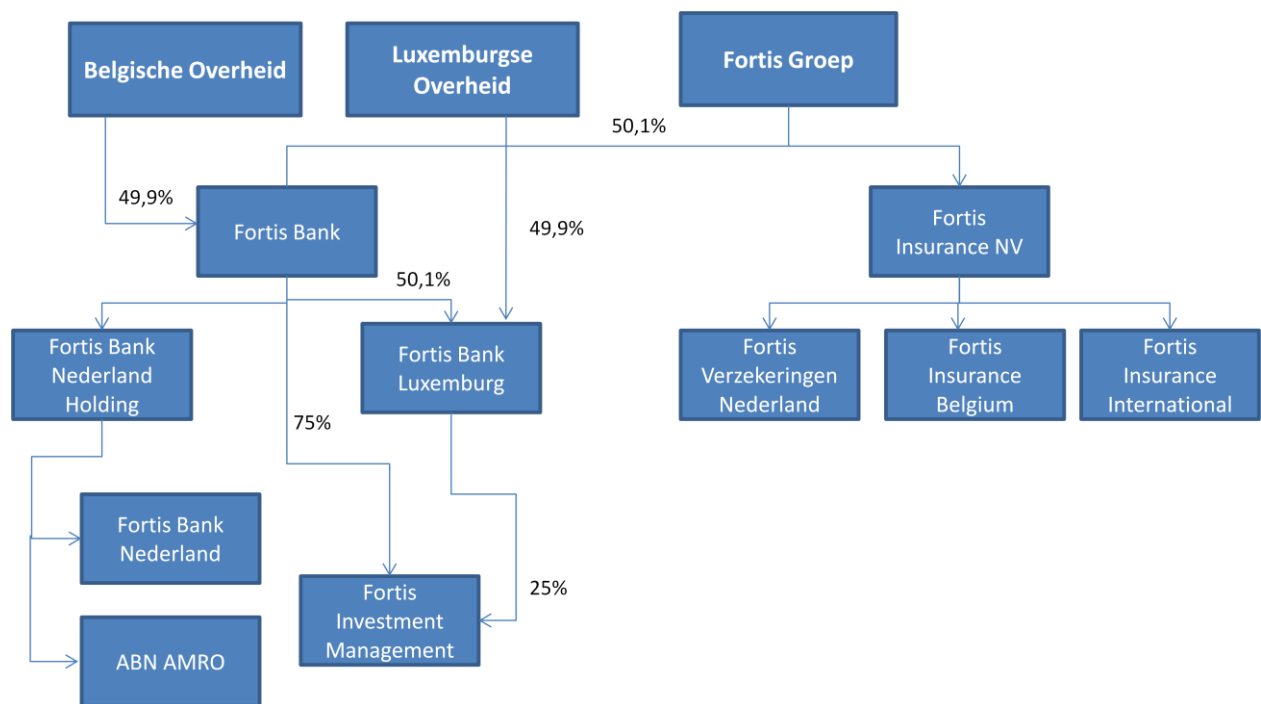
<sup>6</sup> Dat is een marktfalen als gevolg van asymmetrische informatie. Akerlof heeft dat mogelijk marktfalen aangetoond aan de hand van het eenvoudige voorbeeld van de markt voor tweedehandsauto's. Op die markt worden zowel goede als slechte ('lemons') tweedehandsauto's verhandeld. De verkopers maar niet de kopers kennen de kwaliteit van de te verkopen auto. Kopers zullen in hun prijszetting hiermee rekening houden en hun prijzen naar beneden aanpassen. Maar lagere prijzen verhogen precies de kans dat ze met een lemon zullen worden opgescheept (=averechtse selectie). Want eigenaars van goede tweedehandsauto's zullen hun auto's niet tegen elke prijs van de hand willen doen. Het is zelfs mogelijk dat de markt voor tweedehandsauto's volledig in mekaar stuikt. Een oplossing voor averechtse selectie op deze markt is het afleveren van waarborgen (minder duur voor verkopers van goede tweedehandsauto's).

<sup>7</sup> Fortis Groep bestaat in feite uit twee holding maatschappijen, Fortis Brussels en Fortis Utrecht. Fortis SA/NV met maatschappelijke zetel in Brussel en Fortis N.V. met maatschappelijke zetel in Utrecht zijn beiden voor 50% eigenaar van Fortis Brussels en Fortis Utrecht.

<sup>8</sup> In de schema's geven de pijlen 100% eigenaarschap tenzij anders vermeld. Stricto sensu is Fortis Groep maar voor 99,8% eigenaar van Fortis Bank terwijl Fortis Bank maar voor 99,89% eigenaar is van Fortis Bank Luxemburg.



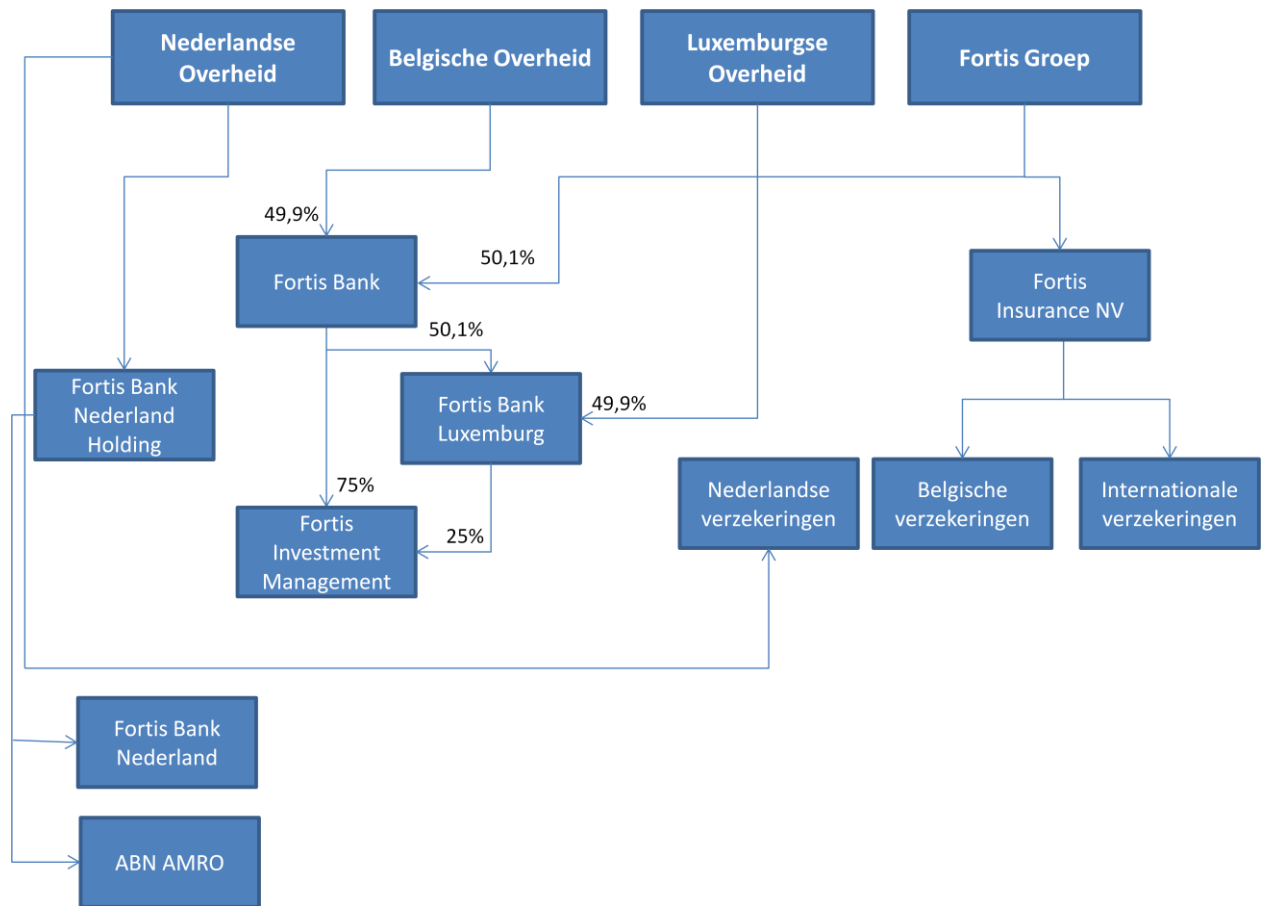
Schema 2: De intrede van de Belgische en Luxemburgse overheid



Op 28 september jl. besloot de Belgische overheid (BO) een participatie te nemen van 49,9% in FB in ruil voor 4,7 miljard euro. De Luxemburgse overheid betaalde 2,5 miljard<sup>9</sup> euro voor een participatie van 49,9% in FBL.

<sup>9</sup> Het was de Nederlandse overheid die aanvankelijk 4 miljard euro veil had voor een participatie in Fortis Bank Nederland Holding.

Schema 3: afscheid van de Zilvervloot

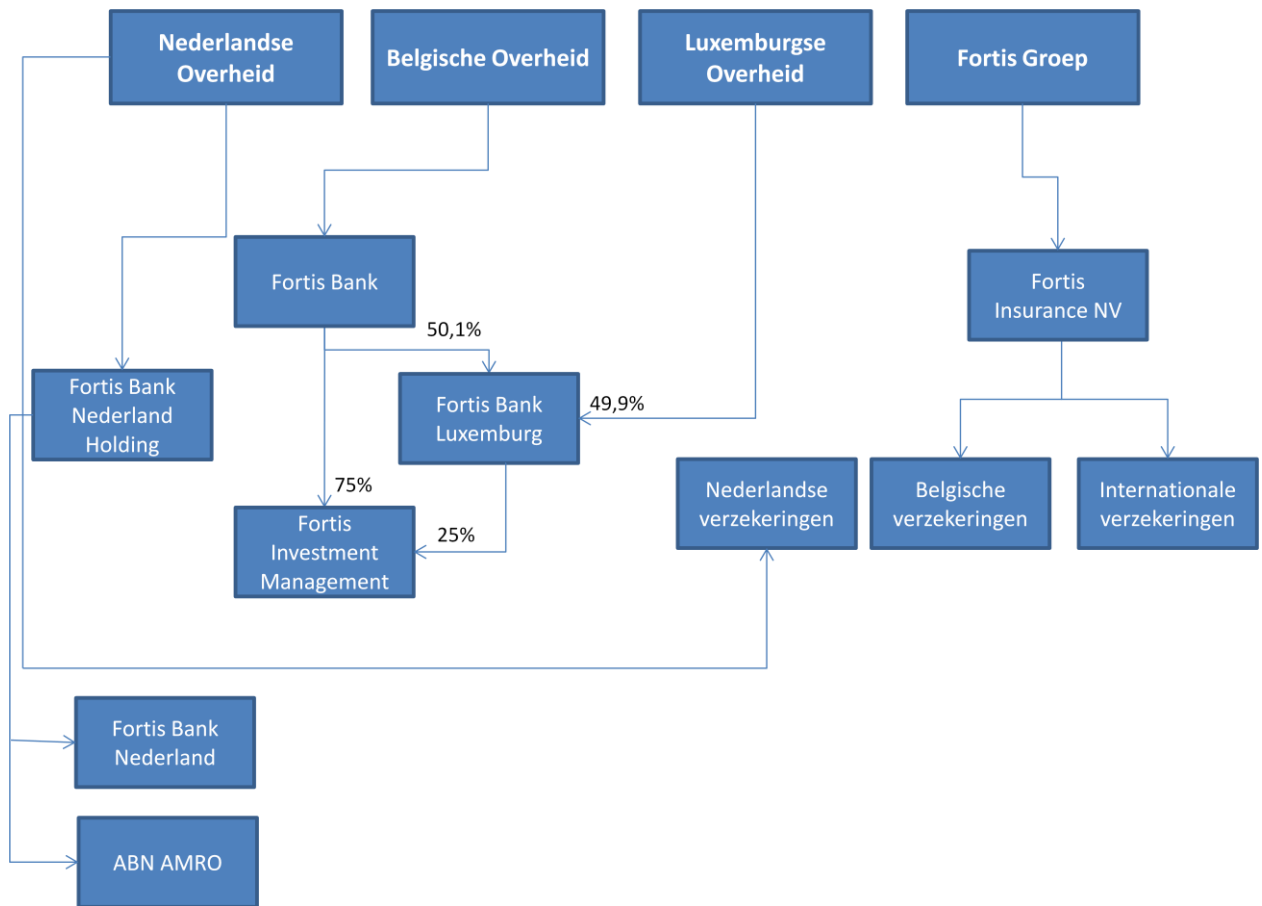


Op 3 oktober koopt de Nederlandse overheid koopt FB Nederland Holding en Verzekeringen Fortis Nederland, dat alles voor de ronde prijs van 16,8 miljard euro.

Fortis Groep staat de verzekeringspoot Nederland af, in ruil wordt de cashpositie van Fortis Groep met 4 miljard euro verbeterd. Bij Fortis Bank (nu voor 51% eigendom Fortis Groep, 49% BO) valt het aandeel in FB Nederland Holding terug tot 0%. De verkoop verbetert de cashpositie van FB met 12,8 miljard euro.

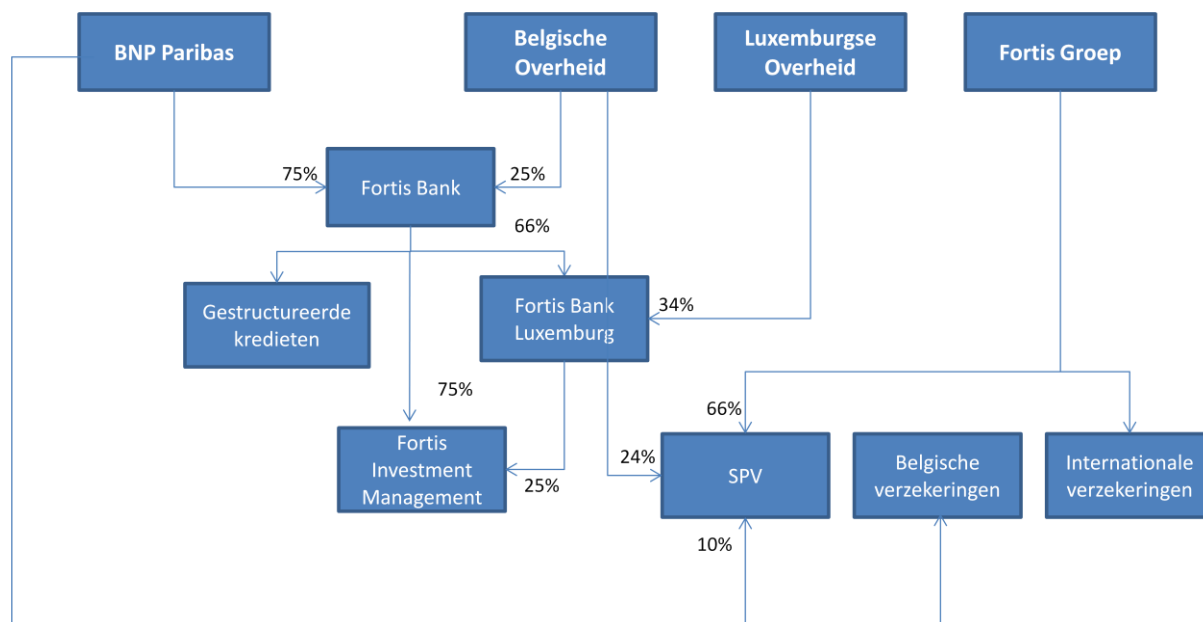
Opvallend bij die transactie is dat de lening van 30 juni 2008 van Fortis Finance NV (=8,3 miljard euro) om overname van ABN Amro mee te financieren, bij Fortis Groep blijft en niet naar FB verhuist.

Schema 4: De nationalisatie van FB



Op 6 oktober wordt Fortis Bank voor 100% eigendom van de Belgische overheid. In ruil krijgt Fortis Groep+4,7 miljard euro extra aan cash. Onderliggend bij FB gebeurt er niks. De extra cash, 4,7 miljard euro+2,5 miljard euro+12,8 miljard euro =20 miljard euro, blijft bij FB. FB is nog steeds 75% eigenaar van FIM.

Schema 5 : De blijde intrede van BNP Paribas



De Belgische overheid wil nu overgaan tot een gedeeltelijke verkoop van FB aan BNP Paribas. FB moet voor 75% eigendom van BNP worden, 25% van BO. In ruil voor de verkoop van 50% +1 aandeel in FB krijgt Fortis Groep 4,7 miljard euro cash van de Belgische overheid.

De Belgische verzekeringspoot werd voor 5,7 miljard euro aan BNP verkocht. De cashpositie van Fortis Groep is hierdoor verhoogd met 5,7 miljard euro.

Een deel van de gestructureerde kredieten, 10,4 miljard euro<sup>10</sup>, verdwijnt uit FB en gaat naar een speciaal financieringsvehikel (SPV). De SPV wordt gefinancierd door een externe schuld van 7,4 miljard euro, 2 miljard kapitaal inbreng door Fortis Groep, 0,7 miljard euro door Belgische overheid en 0,3 miljard euro door BNP Paribas. De 10,4 miljard euro gestructureerde kredieten in de SPV heeft een nominale waarde van 18,25 miljard euro<sup>11</sup>. FB schrijft dus hier maximaal een verlies van 7,85 miljard euro af<sup>12</sup>. Het speciaal financieringsvehikel is voor 66% eigendom van Fortis Groep, 24% van BO en 10% van BNP Paribas. Die operatie dikt de 'oorlogskas' van FB aan tot 30,4 miljard euro vermits de 20 miljard euro extra van de vorige operaties er ook nog altijd is. De rest van de gestructureerde kredieten, 24 miljard euro, blijven onder FB.

<sup>10</sup> Gerekend aan de marktsituatie van 30 september en de wisselkoersen van 31 augustus 2008

<sup>11</sup> Zie persbericht van 14 oktober 2008 van Fortis Groep.

<sup>12</sup> Zolang de deal niet is gesloten, kan de waarde van die portefeuille veranderen. Gerekend aan de wisselkoersen van 13 november bedroeg de waarde van die portefeuille 11,2 miljard euro, te betalen aan Fortis Bank. De eventuele meerprijs wordt gedragen door de drie betrokken partijen in het SPV op basis van hun respectievelijk aandeel.

FB trekt ook zijn participatie in FB Luxemburg op tot 66%. Die transactie is 'betaald' door BNP Paribas. De Luxemburgse overheid krijgt nu een belang van 0,8% in BNP Paribas.

Op einde van de rit is Fortis Groep is quasi uitgekleeft: Fortis Groep heeft nog de poot internationale verzekeringen, een belangrijk aandeel in het nieuwe SPV (dat werd gefinancierd met een bancaire lening van 4,9 miljard euro) en een hoeveelheid cash van 12,4 miljard euro (4 +4,7 +5,7 -2 (=inbreng in SPV)). Blijkbaar zou er ook nog een bijkomende lening zijn aangegaan door Fortis Groep (2,6 à 3 miljard euro) om een bestaande lening van Fortis Bank over te nemen. Dat geld komt van de federale overheid met als onderpand de aandelen van Fortis Groep in het SPV.

### 3. Vaststellingen

a) De Belgische overheid heeft zoals andere overheden klassieke maatregelen genomen (denk hierbij aan de kapitaalinjecties in banken, het optrekken van de depositogarantie) om de toestand van banken te helpen stabiliseren. Maar een aantal maatregelen zoals het verhogen van de depositoverzekering, dragen de kiem in zich van een nieuwe crisis. Natuurlijk was het nodig de depositohouders op korte termijn gerust te stellen. Door de depositogarantie op te trekken, wou men een run op de banken vermijden. Maar op termijn verhoogt een hogere garantie de moral hazard problemen, zowel aan de kant van de financiële instellingen als van de spaarder in zijn/haar rol van toezichthouder op zijn/haar financiële instelling. En het waren precies die moral hazard problemen die aan de basis lagen van de financiële crisis. Sommige financiële instellingen hebben grote risico's genomen in de wetenschap dat, wanneer het verkeerd afloopt, de overheid finaal de financiële instellingen zou uitkopen. Een hogere garantie zet geen rem op dergelijk risicovol gedrag, integendeel. Ook de kapitaalverhoging of nationalisaties van banken zijn hoogstens tijdelijke maatregelen en hebben veeleer de symptomen dan de oorzaken bestreden. Meer fundamentele hervormingen van het financiële systeem zijn dan ook nodig om dergelijke crisissen in de toekomst te voorkomen.

b) Wat de afhandeling van Fortis Bank betreft, kan men zich moeilijk van de indruk ontdoen dat de Belgische overheid ook en wellicht vooral voor buitenlandse overheden en financiële instellingen heeft gereden.

Met betrekking tot de gestructureerde kredieten heeft FB een verlies van maximaal 7,85 miljard euro afgeschreven. FB draagt nog een risico als gevolg van een portefeuille van gestructureerde kredieten (geschatte waarde 24 miljard euro). 7,85 miljard euro + 24 miljard euro geeft 31,85 miljard euro. Maar met een 'oorlogskas' van 30,4 miljard euro loopt Fortis Bank als het ware geen risico met die portefeuille gestructureerde kredieten. De 'oorlogskas' van 30,4 miljard euro biedt een quasi exhaustieve verzekering en dekt het (maximaal ingeschatte) waardeverlies op de overgedragen portefeuille van gestructureerde kredieten, die een nominale waarde van 18,25 miljard euro hadden.

Anders gesteld, de 24 miljard euro gestructureerde kredieten kunnen verworden tot pure winst<sup>13</sup> voor FB, te verdelen over BNP Paribas (75%) (waarvan BO ook aandeelhouder is) en 25% BO.

Het gevolg is dat met dank aan de aandeelhouders van Fortis de regering Letermé voor het eerst echte Zilverbonnen heeft gecreëerd. Hierbij kan men zich de vraag stellen waarom BNP Paribas een mogelijks nog groter cadeau heeft gekregen. Waarom heeft de Belgische overheid niet net zoals de Nederlandse overheid FB (tijdelijk) 100% in overheidshanden gehouden (of eventueel een minderheidsaandeelhouder gezocht om ander management te importeren)? Er waren op dat moment voldoende liquiditeiten (20 miljard euro). Met betrekking tot de gestructureerde kredieten kon nog altijd, zoals nu ook is gebeurd, een deel van het risico naar Fortis Groep zijn doorgeschoven. Het was dus niet zozeer een kwestie om met nog meer overheidsmiddelen voor FB over de brug te komen. Maar wel hoe het vertrouwen in FB op de interbankenmarkt kon worden hersteld en het beheer van de banken in betere wateren kon worden geleid.

De federale regering zal schermen met het feit dat het ofwel BNP Paribas ofwel het faillissement voor FB was. Maar er kan moeilijk worden ontkend dat als gevolg van die beslissingen a) de belangen van de aandeelhouders van Fortis Groep in de afhandeling van het Fortis dossier van nul of generlei waarde waren en, als gevolg hiervan, b) er een transfer is georganiseerd naar de Belgische (en Nederlandse) overheid en naar BNP Paribas in het bijzonder. En zelfs in voorliggend scenario heeft de federale overheid een staatswaarborg moeten verlenen aan Fortis Bank voor leningen aangegaan bij andere banken en institutionele beleggers.

Het is vooral een gebrek aan visie en strategie in dit land (zowel bij de diverse overheden als bij Fortis Groep zelf<sup>14</sup>) die voor een dergelijk scenario heeft gezorgd. De verdeeldheid van en in dit land heeft geleid tot een verkoop van aantal belangrijke ondernemingen (Fortis Bank was niet de eerste in die rij) aan het buitenland. Buitenlandse overheden en instellingen zijn de lachende derde.

#### c) Gevolgen voor Belgische begroting

De gedeeltelijke overname van FB door de Belgische overheid heeft op korte termijn alvast een mooie meerwaarde opgeleverd. 75% aandelen in FB zullen worden geruild voor 11,6% aandelen in BNP Paribas. Op het moment van het afsluiten werd de waarde van die deal met BNP Paribas geraamd op 8,25 miljard euro. De impliciete waarde van de FB bedroeg op dat moment 11 miljard euro. De rechtstreekse investering van de Belgische overheid in FB bedroeg 9,4 miljard euro en die heeft dus een meerwaarde van 1,6 miljard euro opgeleverd. Die meerwaarde is misschien te beschouwen als een verzekering voor het belang van de Belgische overheid in dat SPV. Dat belang bedraagt 24%. In het allerslechtste geval (alle kredieten zijn waardeloos) zou de Belgische overheid 2,5 miljard euro inschieten als gevolg van belang in FB (en nog een honderd miljoen euro als aandeelhouder van BNP, want de federale overheid is als aandeelhouder van BNP Paribas nu ook

---

<sup>13</sup> Enige nuancering kan er komen van de positie van BO en BNP Paribas in dat SPV. Dat betreft zowel een opwaarts als neerwaarts risico. Via een aandeel in dat SPV van respectievelijk 24% en 10% participeren BO en BNP Paribas in eventuele winsten/verliezen van dat SPV. Maximaal risico voor Belgische overheid bedraagt 24% van de 10,4 miljard euro tegenover 10% voor BNP Paribas.

<sup>14</sup> Het scenario van het afstoten van de Nederlandse bankactiviteiten zou gemakkelijker te implementeren zijn geweest als ook het management van Fortis Groep dat scenario voor FB had voorbereid.

11,6% maal 75% aandeelhouder van Fortis Bank, naast zijn rechtstreeks belang van 25% in Fortis Bank).

Daarnaast kan, zoals hierboven betoogd, de federale overheid een mooie winst boeken op de portefeuille gestructureerde kredieten. Net zoals de federale overheid een goede zaak heeft gedaan aan zijn kapitaalparticipatie in KBC. Die operatie leidt tot de vreemde situatie dat de Belgische overheid eerst de 3,5 miljard euro ontleent aan een relatief lage interest, vervolgens dat geld doorspeelt aan KBC die hiervoor de overheid een jaarlijkse rente van 8,5% betaalt (tenzij KBC geen dividend uitkeert aan de aandeelhouders). De jaarlijkse opbrengst voor de Belgische staat: 8,5% minus de rente op overheidsobligaties (het referentietarief voor een lineaire obligatie met een looptijd van 3 jaar bedroeg eind oktober 2008 3,42%) op die 3,5 miljard euro. Als KBC geen dividend betaalt, moet ze echter geen rente betalen, maar dan blijft nog altijd het feit dat de federale overheid na drie jaar nog altijd uitgekocht kan worden aan 150%, wat toch nog altijd een mooie return geeft. Alleen als KBC failliet gaat, zou de overheid grotendeels zijn geld kwijt zijn. Het is duidelijk dat de overheid dit risico niet zou nemen als KBC niet fundamenteel gezond was.

De federale overheid heeft dus handig gebruik maakt van de beurscrisis (waardoor het voor een bank moeilijk is om kapitaal te vinden op de markt) en de kapitaalinjecties bij Amerikaanse en Britse banken (die de analisten heeft doen besluiten dat goed gekapitaliseerde banken zoals ING en KBC in vergelijking met hun Angelsaksische concurrenten nu ineens te weinig gekapitaliseerd zijn met 8.5% tier-1 kapitaal) om een flinke stuiver te verdienen. Net zoals de Nederlandse overheid aan ING zal verdienen, zal ook de Belgische overheid aan KBC verdienen.

Het goede nieuws voor KBC is misschien dat de federale overheid nu wat beter zal waken over de belangen van KBC. Want door een dergelijke oorlogskas aan BNP Paribas te geven in de Fortis afhandeling, is een verdere verstoring van de Belgische bankenmarkt niet denkbeeldig.

## **Bibliografie**

Akerlof, (1970), *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, pp. 488-500

Blanchard, O., (2008), *Macroeconomics*, 5<sup>th</sup> edition, Pearson

De Grauwe, P., (2008), *The banking crisis: causes, consequences and remedies*, discussion paper

Hellwig, M., (2008), *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, voorlopige versie

Posen, A., (2001), *A Strategy to Prevent Future Crises: Safely Shrink the Banking Sector*, paper presented at the IDB-JCIF conference on "Financial Crises: Japan's Experience and Implications for Latin America and the Caribbean"