

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

5 oktober 2026

5 octobre 2026

**DE ECONOMISCHE
GRONDSLAGEN VAN
DE PRIVATISERING VAN BELFIUS**

**LES FONDEMENTS ÉCONOMIQUES
DE LA PRIVATISATION
DE BELFIUS**

Hoorzitting

Audition

Digitaal verslag

Compte-rendu numérique

**van de vergadering van de commissie
voor Financiën en Begroting**

**de la réunion de la commission
des Finances et du Budget**

(art. 32 Rgt. *juncto* art. 178bis Rgt.)

(art. 32 Rgt. *juncto* art. 178bis Rgt.)

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

Voorzitter/Président: Steven Vandeput

A. — Vaste leden / Titulaires:

N-VA	Wim Van der Donckt, Steven Vandeput, Charlotte Verkeyn
VB	Lode Vereeck, Wouter Vermeersch
MR	Mathieu Michel, Benoît Piedboeuf
PS	Hugues Bayet, Frédéric Daerden
PVDA-PTB	Kemal Bilmez, Sofie Merckx
Les Engagés	Xavier Dubois, Stéphane Lasseaux
Vooruit	Oskar Seuntjens
cd&v	Koen Van den Heuvel
Ecolo-Groen	Dieter Vanbesien
Anders.	Alexia Bertrand

B. — Plaatsvervangers / Suppléants:

Peter Buysrogge, Eva Demesmaeker, Kathleen Depoorter, Michael Freilich
Dieter Keuten, Kurt Moons, Reccino Van Lommel
Pierre Jadoul, Florence Reuter, Vincent Scourneau
Khalil Aouasti, Pierre-Yves Dermagne, Christophe Lacroix
Raoul Hedebouw, Peter Mertens, Annik Van den Bosch
Luc Frank, Serge Hilgsmann, Ismaël Nuino
Jan Bertels, Jessy Salenbien
Steven Mathei, Nathalie Muylle
Meyrem Almaci, Sarah Schlitz
Steven Coenegrachts, Vincent Van Quickenborne

N-VA	: Nieuw-Vlaamse Alliantie
VB	: Vlaams Belang
MR	: Mouvement Réformateur
PS	: Parti Socialiste
PVDA-PTB	: Partij van de Arbeid van België – Parti du Travail de Belgique
Les Engagés	: Les Engagés
Vooruit	: Vooruit
cd&v	: Christen-Democratisch en Vlaams
Ecolo-Groen	: Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
Anders.	: Anders.
DéFI	: Démocrate Fédéraliste Indépendant
ONAFH/INDÉP	: Onafhankelijk-Indépendant

Afkorting bij de nummering van de publicaties:		Abréviations dans la numérotation des publications:	
DOC 56 0000/000	Parlementair document van de 56 ^e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer	DOC 56 0000/000	Document de la 56 ^e législature, suivi du numéro de base et numéro de suivi
QRVA	Schriftelijke Vragen en Antwoorden	QRVA	Questions et Réponses écrites
CRIV	Voorlopige versie van het Integraal Verslag	CRIV	Versio provisoire du Compte Rendu Intégral
CRABV	Beknopt Verslag	CRABV	Compte Rendu Analytique
CRIV	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaalde beknopt verslag van de toezpraken (met de bijlagen)	CRIV	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes)
PLEN	Plenum	PLEN	Séance plénière
COM	Commissievergadering	COM	Réunion de commission
MOT	Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)	MOT	Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)

Tijdens haar vergaderingen van 29 september 2026 (9u00 en 14u00) heeft de commissie voor Financiën en Begroting een hoorzitting gehouden over de economische grondslagen van de privatisering van Belfius, in aanwezigheid van:

- de heer Koen Van Loo, CEO, SFPIM;
- de heer Olivier Onclin, CEO, en mevrouw Marianne Collin, CFO, Belfius; en van
- de heer Benoît van den Hove, CEO, Euronext Brussels;
- de heren Ben Granjé, CEO, en Vincent Van Dessel, Vlaamse Federatie van Beleggers;
- de heer Mikael Petitjean, Louvain School of Management;
- de heer Bruno Colmant, econoom;
- Prof. Kris Boudt, Vakgroep Banking and Finance UGent;
- de heer Ivan Van de Cloot, Merito.

De PowerPoint presentaties die tijdens de hoorzittingen werden gebruikt werden in bijlage gevoegd bij het digitaal verslag:

- Bijlage 1: presentatie van de heer Koen Van Loo, SFPIM
- Bijlage 2: presentatie van de heer Olivier Onclin & Mevrouw Marianne Collin, Belfius (panaché)
- Bijlage 3: presentatie van de heer Benoît Van den Hove, Euronext Brussels (panaché)
- Bijlage 4: presentatie van de heer Mikael Petitjean (in het Frans)
- Bijlage 5: presentatie van de heer Bruno Colmant (in het Frans)
- Bijlage 6: presentatie Prof. Kris Boudt, Vakgroep Banking and Finance UGent
- Bijlage 7: presentatie van de heer Ivan Van de Cloot, Merito.

Lors de ses réunions du 29 septembre 2026 (9h00 et 14h00), la commission des Finances et du Budget a tenu une audition sur les fondements économiques de la privatisation de Belfius, en présence de:

- M. Koen Van Loo, CEO, SFPIM;
- M. Olivier Onclin, CEO, et Mme Marianne Collin, CFO, Belfius; et de
- M. Benoît van den Hove, CEO, Euronext Brussels;
- MM. Ben Granjé, CEO, et Vincent Van Dessel, Vlaamse Federatie van Beleggers;
- M. Mikael Petitjean, Louvain School of Management;
- M. Bruno Colmant, économiste;
- Prof. Kris Boudt, Vakgroep Banking and Finance UGent;
- M. Ivan Van de Cloot, Merito.

Les présentations Powerpoint utilisées lors des auditions ont été jointes au compte rendu numérique:

- Annexe 1: présentation de M. Koen Van Loo, SFPIM (uniquement en néerlandais)
- Annexe 2: présentation de M. Olivier Onclin & de Mme Marianne Collin, Belfius (panaché)
- Annexe 3: présentation de M. Benoît Van den Hove, Euronext Brussels (panaché)
- Annexe 4: présentation de M. Mikael Petitjean
- Annexe 5: présentation de M. Bruno Colmant
- Annexe 6: présentation du Prof. Kris Boudt, département Banking & Finance UGent (uniquement en néerlandais)
- Annexe 7: présentation de M. Ivan Van de Cloot, Merito (uniquement en néerlandais)

De digitaal verslagen (art. 32 Rgt. *juncto* art. 178bis Rgt.) van deze hoorzittingen kan worden geraadpleegd op de website van de Kamer:

— vergadering van 29 september 2026, 9u00:

<https://media.dekamer.be/meeting/56-020.237-U2038>

— vergadering van 29 september 2026, 14u00:

<https://media.dekamer.be/meeting/56-020.254-U2055>

Le compte-rendu numérique (art. 32 Rgt. *juncto* art. 178bis Rgt.) des auditions est disponible sur le site web de la Chambre:

— réunion du 29 septembre 2026 à 9h:

<https://media.lachambre.be/meeting/56-020.237-U2038>

— réunion du 29 septembre 2026 à 14h:

<https://media.lachambre.be/meeting/56-020.254-U2055>



Gedeeltelijke Kapitaalopening van Belfius

Procesupdate

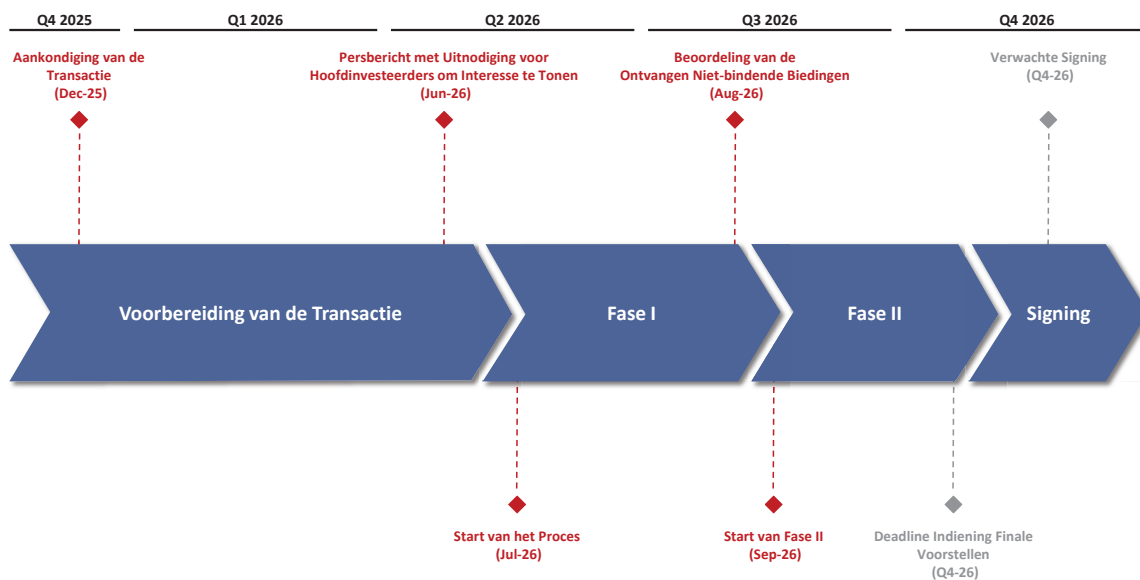
29 September 2026

Samenvatting van de Transactie



Overzicht van de Transactie	- De gedeeltelijke kapitaalopening van Belfius omvat de verkoop van een minderheidsbelang tot 20% via een private placement - Een private placement is een rechtstreekse verkoop van aandelen aan geselecteerde investeerders - Zoals gebruikelijk bij dergelijke transacties verloopt het proces in meerdere fases, wat een efficiënte uitvoering faciliteert en de vertrouwelijkheid van de bedrijfsinformatie van Belfius vrijwaart (zie volgende pagina voor meer details) - De selectiecriteria omvatten de financiële draagkracht, de ervaring en de governance; nationaliteit was geen criterium - Na de eerste fase werden meer dan voldoende indicatieve biedingen ontvangen voor een competitieve Fase II - Kandidaten in Fase II krijgen toegang tot uitgebreide due diligence-verslagen; de bindende biedingen worden getoetst aan de meegedeelde selectie- en evaluatiecriteria, die zowel de financiële als de maatschappelijke waarde omvatten - Een onafhankelijke expert werd aangesteld om een onafhankelijke waardering conform het Market Economy Operator Principle (MEOP) uit te voeren, die als benchmark wordt gebruikt bij de vergelijking van de biedingen en niet wordt bekendgemaakt om het competitieve proces te beschermen
Doelstellingen van de Transactie	- Een private placement stelt de Staat in staat de volgende doelstellingen te realiseren: - Vermijden van de kortetermijndruk en uitvoeringsonzekerheid die met een beursnotering gepaard kunnen gaan - Stelt Belfius in staat betrokken aandeelhouders aan te trekken met diepgaande expertise in financiële instellingen, die Belfius strategisch ondersteunen om de waarde van het resterende belang van 80% van de Staat verder te verhogen - Behoudt de Belgische verankering van Belfius, gezien het strategische belang van de bank voor economie en samenleving - Geen controlepremie bij een minderheidsverkoop; de waardecreatie komt uit het resterende belang van 80%
Impact op het Dividend	- Door de hogere payout ratio die de transactie mogelijk maakt, zal de verkoop geen negatieve impact hebben op de dividendenstroom die de Staat ontvangt - Tussen 2022 en 2025 droeg Belfius €1,72 miljard bij aan de Staatsbegroting, inclusief een interimdividend van €250 miljoen

Tijdslijn van het proces



=
Belfius

Parlementaire Hoorzitting
Audition Parlementaire

29/09/2026

01

Gedeeltelijke kapitaalopening van Belfius via private plaatsing
Ouverture partielle du capital de Belfius via placement privé

02

Belfius Verzekeringen en de perspectieven op een toenadering tot Ethias
Belfius Assurances et les perspectives de rapprochement avec Ethias

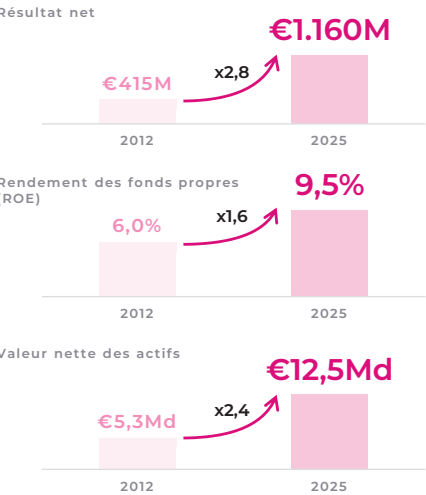
01

Gedeeltelijke kapitaalopening van Belfius via private plaatsing

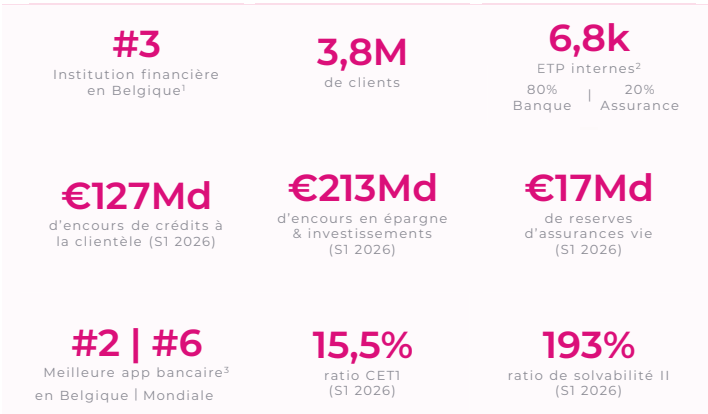
Ouverture partielle du capital de Belfius via placement privé

Depuis 2011, Belfius a démontré sa capacité à créer de la valeur, tout en s'affirmant comme partenaire clé de l'économie belge

UNE TRAJECTOIRE DE CROISSANCE SOLIDE ET DURABLE



UN BANCASSUREUR INTÉGRÉ DE RÉFÉRENCE, ANCRÉ DANS TOUS LES SEGMENTS DE L'ÉCONOMIE BELGE



1. Sur base de l'actif total. 2. Nombre moyen d'ETP sur la période, y compris les filiales et hors agents indépendants. 3. Selon Sia Partners 2025.

Als één van de grootste Belgische financiële instelling speelt Belfius een cruciale rol in het ondersteunen van alle segmenten van de Belgische samenleving en economie

**ONDERSTEUNEN VAN BELGISCHE GEZINNEN EN
DE SAMENLEVING VIA HET FINANCIEREN VAN
WONINGEN EN HET OPBOUWEN VAN VERMOGEN**



**DRIJVENDE KRACHT VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE
DOOR HET FINANCIEREN VAN ONDERNEMINGEN,
ONDERNEMERS EN DE PUBLIEKE & SOCIALE SECTOR**



Alle cijfers zijn gebaseerd op H1 2026, tenzij anders vermeld.

1. Gebaseerd op de gemiddelde totale penetratiegraad van Belfius bij gemeenten, intercommunales, publieke en private ziekenhuizen en universiteiten.

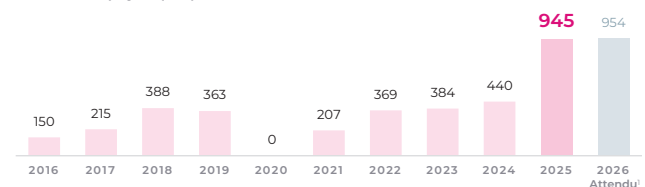
5

Belfius crée de la valeur pour son actionnaire, l'Etat belge, ainsi que pour la société belge, et a les ambitions et la stratégie nécessaires pour poursuivre cette création de valeur à long terme

€4,4Md

Dividendes cumulés payés à l'État belge depuis 2016¹

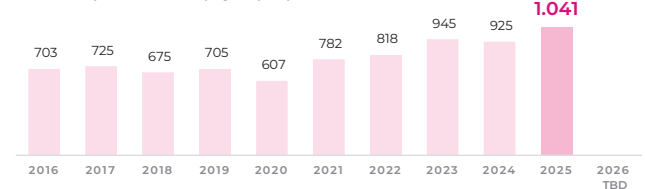
Dividendes payés (€M)



€1Md

Total d'impôts et taxes payés par Belfius en 2025, incluant l'impôt des sociétés et les taxes & contributions sectorielles

Total d'impôts et taxes payés (€M)²

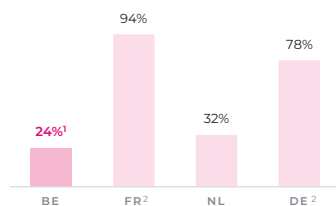


1. Incluant le dividende attendu en 2026, et sous réserve de la signature du processus d'ouverture de capital en cours. 2. Normes IFRS 4 jusqu'en 2022, IFRS 17 à partir de 2023

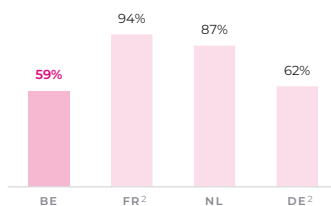
In vergelijking met zijn buurlanden heeft België het kleinste aandeel banken met een beslissingscentrum in eigen land, en heeft er dus alle belang bij om sterke Belgische financiële instellingen te behouden om de economische stabiliteit en weerbaarheid van het land te waarborgen

BELGISCHE BANKEN MET BESLISSINGSCENTRUM IN BELGIË ZIJN ESSENTIEEL VOOR DE ECONOMISCHE WEERBAARHEID VAN ONS LAND

Aantal banken met beslissingscentrum in eigen land vs. totaal aantal actieve banken in dat land



Marktaandeel in bankactiva van banken met beslissingscentrum in eigen land



24%

van de banken die actief zijn in België hebben hun beslissingscentrum in België

30%

minder kredietverlening over de grenzen heen tijdens crisissen, aangezien banken geneigd zijn hun thuisland prioritair te ondersteunen³

1. TheBanks.eu, 18 Belgische banken (met een beslissingscentrum in België) op een totaal van 75 banken actief in België. 2. TheBanks.eu, gebaseerd op de 50 grootste banken actief in dat land. 3. Bank for International Settlements (BIS).

Belfius doit diversifier son modèle et développer des effets d'échelle afin de soutenir sa croissance et sa compétitivité à long terme, tout en continuant à créer de la valeur pour l'État belge

LA PROCHAINE PHASE
DU DÉVELOPPEMENT DE BELFIUS

01
**CRÉER DES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE POUR
SOUTENIR UNE CROISSANCE DURABLE**

- Libérer les capacités financières pour soutenir les investissements technologiques, réglementaires et digitaux qui seront nécessaires dans les années à venir
- Renforcer la position concurrentielle de Belfius

02
**DIVERSIFIER LE MODÈLE AU-DELÀ
DE LA BELGIQUE**

- Assurer une croissance résiliente et durable
- Diversifier l'exposition géographique de Belfius au-delà des frontières

NÉCESSITE UNE BASE ACTIONNAIRE
DIVERSIFIÉE RENFORÇANT UN SOUTIEN
STRATÉGIQUE À LONG TERME

**BÉNÉFICIER D'UNE EXPERTISE
SECTORIELLE**

dans les domaines de la transformation technologique et digitale ainsi que de l'expansion internationale

**tout en VEILLANT À PRÉSERVER LE RÔLE
DE BELFIUS COMME PREMIER
FINANCIER DU SECTEUR PUBLIC BELGE**

In deze context biedt een private plaatsing de Belgische Staat de mogelijkheid om langetermijn-aandeelhouders aan te trekken die aansluiten bij de strategie van Belfius, zijn Belgische verankering en de ambities voor waardecreatie

01

STRATEGISCHE ALIGNERING VOOR WAARDECREATIE OP LANGE TERMIJN

Private plaatsing

- Aantrekken van langetermijn-investeerdere die aansluiten bij de strategie van Belfius.
- Mogelijkheid om relevante expertise aan boord te brengen.

Beursgang

Meer marktgedreven investeerders, met een sterkere focus op rendementen op korte termijn.

02

CONTROLE DOOR DE BELGISCHE STAAT OP DE SELECTIE VAN INVESTEERDERS

Private plaatsing

Ondersteunen een gecontroleerde aandeelhoudersstructuur en een kwalitatieve dialoog met de Belgische Staat en de bestuursorganen van Belfius.

Beursgang

Minder controle over de aandeelhoudersstructuur, met het risico op een versnipperde aandeelhouderschap.

03

MEER ZEKERHEID EN FLEXIBILITEIT BIJ DE UITVOERING VAN HET PROCES

Private plaatsing

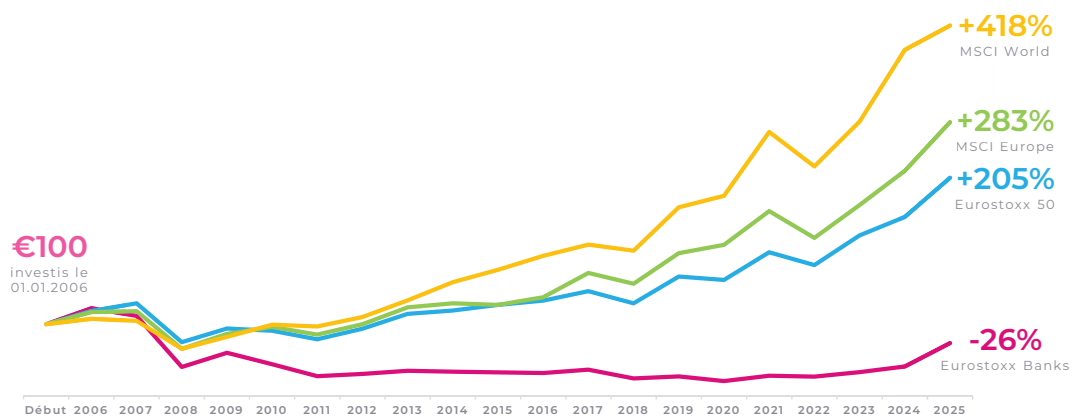
Sneller en flexibeler proces waarbij omvang, structuur en timing van de transactie aangepast kunnen worden aan de marktomstandigheden.

Beursgang

Onderhevig aan marktomstandigheden waardoor het risico op timing- en uitvoering verhoogt.

Investir dans les banques: une activité complexe qui requiert une compréhension approfondie des risques, des exigences réglementaires et des dynamiques propres au secteur financier

Évolution des performances annuelles d'un investissement de 100 € dans des ETF de référence (2006-2026)



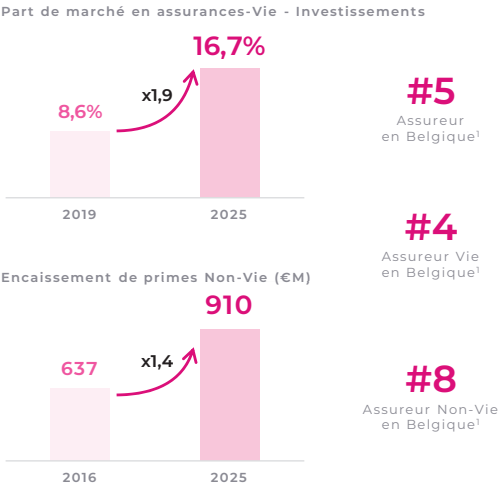
10

02

Belfius Verzekeringen en de perspectieven op een toenadering tot Ethias
Belfius Assurances et les perspectives de rapprochement avec Ethias

Belfius Assurances a démontré sa capacité de croissance, avec un plan stratégique clair et de fortes ambitions pour poursuivre cette dynamique de croissance

BELFIUS ASSURANCES A RÉALISÉ UNE BELLE CROISSANCE CES DERNIÈRES ANNÉES



1. Assuralia 2024, sur base de l'encaissement

ET CONTINUE D'EXPOSER UN PLAN STRATÉGIQUE CLAIR ET DE GRANDES AMBITIONS À HORIZON 2030

VIE - Devenir la référence en Belgique en matière d'épargne-pension, de solutions d'investissement et de protection, en s'appuyant sur une expérience client de premier plan.

11,5% Contribution au résultat de Groupe Belfius

#3 Assureur vie en Belgique

NON-VIE - Poursuivre le renforcement du modèle intégré de bancassurance grâce à un service d'excellence et à une politique tarifaire dynamique performante.

10,5% Contribution au résultat de Groupe Belfius

1,4Md Encaissement de primes non-vie

DIGITAL - Faire de Belfius Direct Insurance un acteur de référence de l'assurance digitale en Belgique et poursuivre son développement sur les principaux marchés européens.

Nouveau Marché domestique en dehors de la Belgique

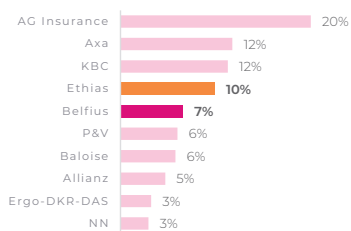
500k Clients Belfius Direct Insurance (160k en 2025)

Een toenadering tussen de verzekeringsactiviteiten van Belfius en Ethias biedt duidelijk strategisch potentieel om de bank-verzekeringsmodel verder te versterken

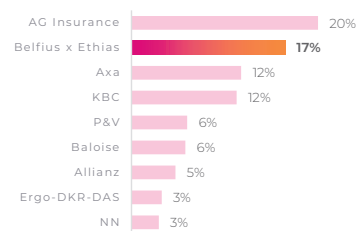
EERSTE ANALYSE VAN DE VOORDELEN

- Versterking van de marktpositie op lange termijn als **#2 grootste verzekeraar van België**
- **Commerciële en operationele synergieën en schaalvoordelen** dankzij complementaire klantenportefeuilles
- **Verdere diversificatie van de inkomstenstromen** en een **versterking van de solvabiliteit** op groepsniveau
- Efficiënt gebruik van het kapitaal dankzij **potentiële kapitaalsynergieën**²

Voor overdracht¹



Na overdracht¹



HET VERWERVEN VAN (EEN DEEL VAN) HET BELANG IN ETHIAS KAN EEN STRATEGISCHE OPPORTUNITEIT VOOR BELFIUS VORMEN, MAAR VEREIST VERDERE ANALYSE OP BASIS VAN VOLLEDIGE INFORMATIE.

1. Gebaseerd op marktgegevens van Assuralia 2024. 2. Een inbreng van het Ethias-belang in Belfius kan, dankzij het zogenaamde 'Danish Compromise' (art. 49 CRR), leiden tot een efficiënter gebruik van kapitaal en extra CETI-capaciteit vrijmaken

Le timing apparaît peu opportun pour une telle opération compte tenu du processus d'ouverture de capital de Belfius en cours

LE TRANSFERT POTENTIEL DE LA PARTICIPATION D'ETHIAS À BELFIUS PERTURBERAIT LE PROCESSUS D'OUVERTURE DU CAPITAL EN COURS

Le transfert de la participation de 31,66 % d'Ethias à Belfius modifierait sensiblement le profil d'investissement du groupe et pourrait introduire de l'incertitude dans un processus d'ouverture du capital déjà bien avancé.

Les investisseurs pourraient souhaiter disposer d'une meilleure visibilité sur les modalités et implications de cette transaction avant de s'engager davantage dans la transaction.

Dans ce contexte, la signature de la cession de 20 % du capital de Belfius en 2026 deviendrait difficilement envisageable, sans garantie que les conditions de marché actuelles puissent être préservées.





Euronext is the leading listing and financing venue in Europe



#1 equity listing venue in Europe

8 listing venues integrated into one single liquidity pool¹⁾
1,800+ listed companies
€7.4tn in aggregate market capitalisation

#1 cash trading venue in Europe²⁾

26% of shares traded in Europe over the last twelve months
€12bn average daily equity volume over the last twelve months

#1 financing venue in Europe

500+ listings since 2021, including 120+ on regulated markets
€43bn raised at listing since 2021
€283bn in total market capitalisation of new listings since 2021

#1 debt listing venue globally

56,000+ bonds listed, from c.90 countries
4,300+ unique bond issuers
3,800+ ESG bonds listed

Greatest investor reach

4,200+ active institutional investors from c.80 countries investing €2.8tn³⁾
Diverse set of investors mainly from US, UK and continental Europe
Access to pan-European retail investors, providing aftermarket liquidity and support

Euronext Growth markets for growing SMEs

1,400+ SMEs listed on Euronext, of which 550+ on Euronext Growth
€39bn in total market capitalisation on Euronext Growth

Sources: Euronext, BMLL and FactSet, as of end of June 2026.

1) Euronext Athens migration to the Euronext Optiq trading platform to be completed in June 2027.

2) Figures over the last twelve months. Lit (continuous & auction) and periodic auction trading volumes.

3) Figures as of 13 January 2026.

| 2

Why companies go public

RAISE CAPITAL TO FINANCE GROWTH



Raising funds enables companies to grow the business by investing in talent, property, R&D etc.

INCREASE VISIBILITY AND PROFILE



Being a publicly listed company can enhance both your domestic and international profile.

FACILITATE ACQUISITION WITH M&A



M&A markets are more accessible to listed companies, and some strategic drivers include technology and talent acquisition, expanding product and customer bases.

ATTRACT AND RETAIN KEY TALENTS



The attraction and retention of valuable staff can be made easier once public. The use of share option schemes is one such measure.

ADDITIONAL STRATEGIC FINANCING



Follow-on fundraisings post IPO along with continuous access to capital markets, and debt financing. All of which can be executed in a tighter time frame once public.

PROVIDE LIQUIDITY TO SHAREHOLDERS



IPOs can provide a potential exit strategy for existing shareholders and also allows founding shareholders to obtain liquidity.

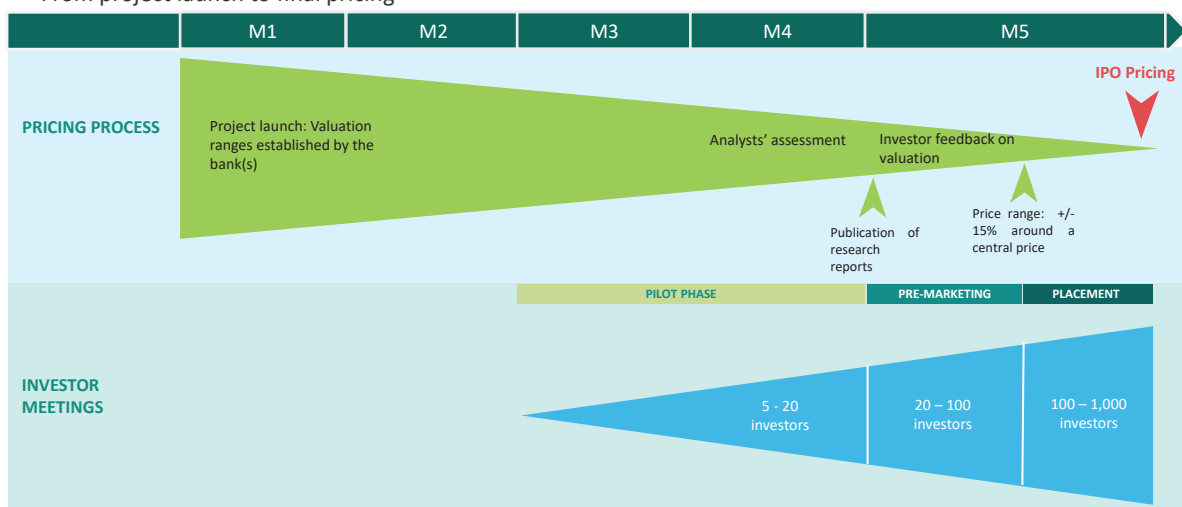


PRIVATE

| 3

Stages of the valuation phase

From project launch to final pricing



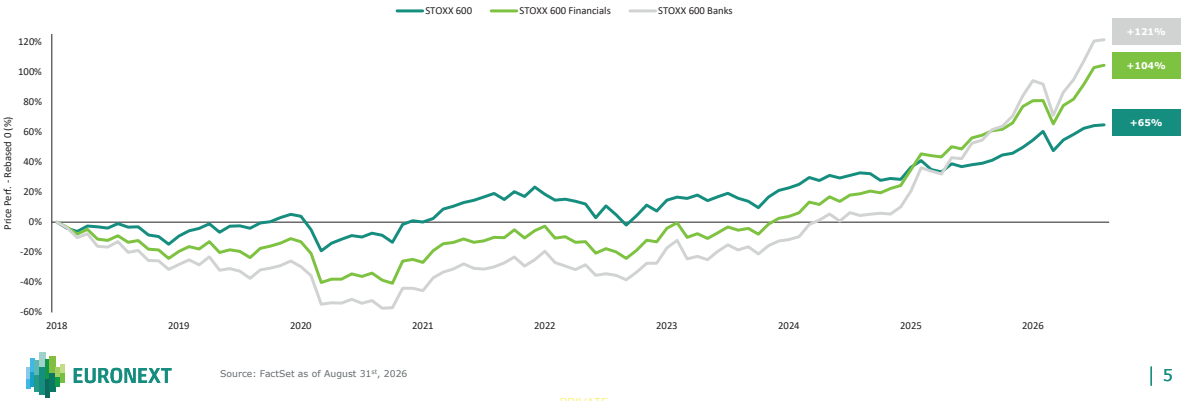
PRIVATE

| 4

Bank Index Evolution

After a period of underperformance, European banks regained momentum

All three main indexes posted negative performance from 2018 to 2021, with the broader STOXX 600 the first to turn positive that year, while Financials and Banks lagged considerably and only turned positive in 2024. Banks following Financials shortly after. Since then, the rotation has been striking: Banks have decisively overtaken both other indices, closing the period at +121%, ahead of Financials (+104%) and the broader STOXX 600 (+65%), a reversal that likely reflects the shift in the rate environment, with banks, long penalized by the low/negative-rate era that compressed net interest margins, becoming direct beneficiaries once rates rose, marking a notable divergence from the post-financial-crisis decade of structural underperformance.



PRIVATE

ABN AMRO IPO ON EURONEXT

ABN AMRO GROUP NV (ABN) | 2015 | EURONEXT AMSTERDAM | IPO



COMPANY DESCRIPTION

ABN AMRO Group N.V. is one of the leading Dutch banking groups, providing retail, private, and corporate/commercial banking services primarily in the Netherlands. The Group's core business spans:

- Retail banking: everyday banking, mortgages, savings, and lending for individuals
- Corporate/commercial banking: advisory, lending, and treasury services for businesses
- A smaller international private banking and corporate presence

Note: at the time of its 2015 listing, ABN AMRO was 100% state-owned through NLF (on behalf of the Dutch State), following its 2008 nationalization during the financial crisis.

FINANCIALS

	Operating income (€m)	Operating expenses (€m)	Cost/Income Ratio	Operating Profit (€m)	Net profit (€m)	P/E
FY2016 (post-IPO)	8,227	5,657	68.8%	2,456	1,805	11.3x
FY2015 (IPO year)	8,455	5,228	61.8%	2,722	1,919	10.2x
ΔFY16 vs FY15	-3%	+8%	+11%	-10%	-6%	+11%

DEAL DETAILS

Sector	Financials, Banks
First Trade Date	November 20, 2015
Market	Euronext Compartment A (Amsterdam)
Market cap.	€16.68bn
Base Offering	188,000,000 shares, representing 20.0% of shares
Greenshoe	28,197,183 shares (15% over-allotment option on the base deal), fully exercised
Increase Option	
Money Raised	€3.34bn (pre-greenshoe) €3.84bn (post-greenshoe)
IPO Price	€17.75 (Price range: €16.00 – €20.00)
Lock-up	180 days for NLF and ABN AMRO
Global Coordinators	ABN AMRO Bank, Deutsche Bank, Morgan Stanley
Joint Bookrunner	Barclays, Citigroup, Rabobank, ING, J.P. Morgan, Merrill Lynch (BoFA)
Co-Lead Managers	RBC Capital Markets, Keefe Bruyette & Woods
Key elements at IPO	Structured as a full secondary offering, NLF (Dutch State) selling down Retail investors: 10% of the base offering NLF stated intent to fully exit over time Bank returning to public markets 7 years after 2008 nationalization



Source: FactSet, Company prospectus, as of August 2026

PRIVATE

PERFORMANCE POST-IPO

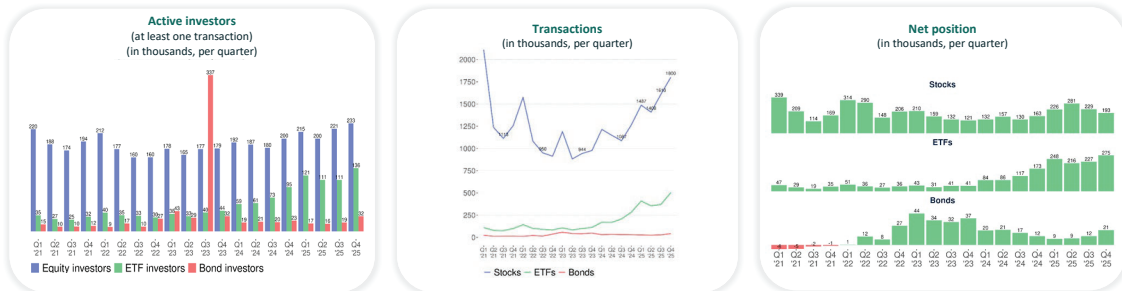


EVOLUTION OF OWNERSHIP



FSMA Belgian Retail Dashboard

Belgian retail participation at record levels



Key takeaways

From 2000 to 2026:

- **Stocks:** active retail traders grew +31.6% to 233,000, consistently the most-traded asset class over the period
- **ETFs:** active retail traders surged +518.2% to 136,000, the fastest-growing segment by far, reflecting the broader retail shift toward passive, diversified products
- **Bonds:** active retail traders grew +100% to 32,000, with a notable spike in 2023 driven by the Belgian "State Note" issuance

Across all three asset classes, **retail investors ended the period in a net buying position, with ETFs showing the strongest net position skew**, consistent with their use as long-term, buy-and-hold vehicles rather than short-term trading instruments.



Source: FSMA

PRIVATE

| 7



This publication is for information purposes only and is not a recommendation to engage in investment activities. This publication is provided "as is" without representation or warranty of any kind. Euronext will not be held liable for any loss or damages of any nature ensuing from using, trusting or acting on information provided. No information set out or referred to in this publication shall form the basis of any contract. The creation of rights and obligations in respect of financial products that are traded on the exchanges operated by Euronext's subsidiaries shall depend solely on the applicable rules of the market operator. All proprietary rights and interest in or connected with this publication shall vest in Euronext. No part of it may be redistributed or reproduced in any form without the prior written permission of Euronext. Euronext refers to Euronext N.V. and its affiliates. Information regarding trademarks and intellectual property rights of Euronext is located at www.euronext.com/terms-use
© 2026, Euronext N.V. - All rights reserved.

Belfius – Ethias

Ouverture du capital, logique industrielle et conditions de création de valeur

Audition de la Commission des Finances et du Budget
29 septembre 2026

Pr. Mikael J. K. Petitjean,
UCLouvain

**Une bonne logique industrielle peut devenir une mauvaise transaction
si le prix, le capital ou la séquence sont mal cadrés**

1/8

1. Trois décisions à ne pas mélanger

Vendre 20 %, évaluer Ethias et choisir la séquence : trois décisions distinctes.

**Vendre maximum
20 % de Belfius**

**Question :
quel prix et quels droits ?**

**Évaluer la logique
Belfius–Ethias**

**Question :
quelles synergies nettes ?**

**Choisir la bonne
séquence**

**Question :
que faire maintenant ?**

Risque à éviter

Confondre « bonne logique industrielle » et « bonne transaction immédiate » :
le prix, la gouvernance, le capital et le calendrier
peuvent inverser la conclusion.

2/8

2. Belfius : vente d'actions, pas apport en capital

La cession apporte des liquidités à l'État vendeur, mais pas de capital nouveau à Belfius.

La vente des 20 % procure des liquidités à l'État vendeur. Elle ne recapitalise pas Belfius.
L'option Ethias doit être valorisée sans être donnée gratuitement aux futurs minoritaires.

11,5 à 13,0 Md€

valeur 100 % standalone

2,3 à 2,6 Md€

valeur pro rata de 20 %

13–23 %

écart si produit ≈ 2,0 Md€

Données de base

- bénéfice 2025 : 1,160 Md€
- résultat S1 2026 : 521 M€
- fonds propres actionnaires : 12,7 Md€
- CET1 : 15,5 % ; RWA : 72,3 Md€

21 septembre : deux distributions à distinguer

- acompte sur bénéfices 2026 : 375 M€
- dividende exceptionnel conditionnel : 375 M€
- cible CET1 : 14,5–15,0 %
- AT1 envisagé : 500 M€
- payout : 40 % → 50 %

Si le prix est fixé ex-dividende, le dividende exceptionnel est neutralisé dans la valeur vendue ; l'intérêt est surtout d'encaisser le cash avant l'arrivée d'un minoritaire.

3/8

3. Ethias : actif solide, mais bloc fédéral non contrôlant

Ethias est rentable et stratégique

3,3–3,8 Md€

valeur standalone 100 %

1,05–1,20 Md€

bloc fédéral 31,66 %

3,8 Md€

primes 2025 Ethias

203 %

Solvency II Ethias SA

Le fédéral peut décider de son bloc ; il ne peut pas décider seul d'une intégration complète.

31,66 %

SFPIM

31,66 %

Wallonie
Entreprendre

31,66 %

Région flamande

5 %

EthiasCo

**Ne pas valoriser
comme un contrôle
ce qui ne donne pas
le contrôle.**

Rentabilité : comparaison indicative

ROE publiés 2025

- Belfius Insurance : 15,5 %
- Ethias : 12,1 % opérationnel

Comparaison homogénéisée

- à 160 % SCR : $\approx 16\%$ vs $\approx 8\%$

Ecart réel, mais mix différent.

Lecture économique

- Ethias est rentable et stratégique
- rendement plus bas par euro de K
- mix collectivités, entreprises, direct

**Améliorer distribution,
technologie, ALM et
coûts ; ne pas affaiblir la
franchise collectivités et
le rôle public d'Ethias.**

4/8

4. Synergies : une valeur à ne pas payer deux fois

La valeur industrielle n'a de valeur pour Belfius que si le prix ne la transfère pas aux vendeurs.

Prudent 60 M€ avant impôt VAN ≈ 0,40–0,55 Md€	Central 105 M€ avant impôt VAN ≈ 0,70–0,85 Md€	Haut 130 M€ avant impôt VAN ≈ 0,90–1,00 Md€
--	---	--

Cas central = 90 M€ de coûts + 15 M€ de revenus nets. Après impôt : 78,75 M€. La montée en puissance et les coûts d'intégration réduisent la VAN.

Prix payé pour Ethias	3,5 Md€	3,9 Md€	4,3 Md€	Question décisive : qui capte la synergie ?
Valeur captée par Belfius	0,8 Md€	0,4 Md€	0,0 Md€	

5/8

5. Capital : acheter Ethias ou l'apporter à Belfius ?

Le Danish Compromise traite la participation au dénominateur ; seul un pro forma net CET1 dira l'effet réel.

**1 Md€
participation
assurance**

**× 250 %
pondération
appliquée**

**= 2,5 Md€
de RWA**

**× 15 % CET1
= 375 M€**

Achat au comptant

- aucun CET1 nouveau
- 2,5 Md€ de RWA par 1 Md€
- besoin ≈ 375 M€ à 15 %

Apport en nature

- peut ajouter du CET1 reconnu
- exemple simplifié : +1 Md€ – 375 M€ = +625 M€
- dépend du goodwill et des superviseurs

**À demander : pro forma prudentiel cash vs apport, incluant CET1 / Solvency II /
conglomérat après stress.**

6/8

6. Gouvernance & séquence : trois scénarios alternatifs

A. Vente de 20 % Belfius, Ethias ensuite

Processus Belfius lisible ; l'option Ethias doit être reflétée dans le prix.

B. Transférer d'abord les 31,66 % fédéraux à Belfius

Achat ou apport : effet capital différent ;
le bloc ne donne pas le contrôle et les synergies restent incertaines.

C. Sécuriser le contrôle d'Ethias avant d'ouvrir Belfius

Périmètre et synergies plus crédibles ;
risque de retard et prime de contrôle pouvant transférer une partie des synergies.

*Moins de rapidité
Moins d'incertitude
Moins de marchandage*

Un arbitrage à faire entre rapidité, incertitude et marchandage

7/8

Conclusion : six informations à obtenir avant de conclure

Six demandes pour juger si l'opération protège effectivement la valeur publique.

Les chiffres doivent être testés, pas repris comme acquis : pro forma superviseur, fairness opinion, valeur de marché et vérification aide d'État.

Obtenir les éléments permettant de juger la valeur publique : prix, synergies, capital, gouvernance, séquence et mission publique.

Questions minimales

1. Belfius : valeur ex-dividende et écart vs 2,3–2,6 Md€ ?
2. Ethias : valeur avec/sans Keyes/NRB et du bloc 31,66 % ?
3. Synergies : coûts/revenus, intégration, calendrier, fiscalité, emploi ?
4. Capital : effet précis achat cash vs apport en nature ?
5. Gouvernance : contrôle, veto, conseil, minoritaires ?
6. Mission publique : collectivités, centres de décision, service, concurrence ?

Formule finale

Préserver l'option Ethias ne signifie pas devoir nécessairement l'exercer immédiatement.

8/8

Présentation à la Chambre

Privatisation partielle de Belfius
et rapprochement Belfius Ethias

Dr. Bruno Colmant

Membre de l'Académie royale de Belgique

29 septembre 2026

Bruno Colmant · 1

SLIDE 2 EXPÉRIENCE

Expérience professionnelle et conduite d'intégrations

Fonctions exercées	Fusions et intégrations
CEO d'ING Luxembourg	Fusion d'ING Luxembourg et du Crédit Européen
CFO d'ING	Rapprochement de la BBL avec ING aux Pays-Bas
CEO de Degroof Petercam	Fusion de Degroof et Petercam
Administrateur actuel de Nagelmackers	Gouvernance bancaire et supervision actuelle
CFO de L'Intégrale · Deputy CEO d'Ageas	Systèmes, risques, cultures et dialogue social

Angle de lecture

- Une opération financière ne crée de valeur que si le projet industriel, la gouvernance et le plan d'intégration sont démontrés avant la décision.
- Les synergies doivent être mesurées après les coûts d'intégration, les besoins de capital, les risques d'exécution et les effets sociaux.

Périmètre de l'analyse. Cette présentation porte sur les dimensions économiques, financières et stratégiques. Elle ne traite pas des aspects juridiques.

Bruno Colmant · 2

Belfius et Ethias — chiffres consolidés 2025

Indicateur	Belfius	Ethias
Total du bilan	192,9 milliards €	20,2 milliards €
Capitaux propres consolidés	13,0 milliards €	2,68 milliards €
Bénéfice net part du groupe	1,160 milliard €	208 millions €
Dividendes	945 M€ versés en 2025, dont 250 M€ exceptionnels 454,6 M€ au titre de 2025	113 M€ versés en 2025 138 M€ au titre de 2025
Effectifs moyens 2025	6 844 ETP Groupe	1 845 ETP Ethias SA
Solvabilité	CET 1 : 15,9 % · Assurance : 201 %	Solvabilité II : 203 %

Ordres de grandeur

- Belfius représente environ 9,5 fois le bilan d’Ethias et 4,9 fois ses capitaux propres.
- Le bénéfice net de Belfius représente environ 5,6 fois celui d’Ethias.
- Le dividende proposé au titre de 2025 représente environ 39 % du bénéfice net chez Belfius et 66 % chez Ethias.

CHAPITRE I

Belfius

Ouverture de 20 % du capital : cohérence, valeur et gouvernance

Privatisation partielle de Belfius — arguments favorables

- L'État peut cristalliser une partie de la valeur créée depuis 2011 tout en conservant 80 % du capital et le contrôle de Belfius.
- Le produit de cession peut réduire la dette publique s'il est effectivement affecté au désendettement.
- Un investisseur de référence peut apporter une expertise, des relais stratégiques et une discipline accrue sur la gouvernance, le capital et la performance.
- Un placement privé peut être plus rapide et moins dépendant de la volatilité des marchés qu'une opération publique.
- La diversification de l'actionnariat peut préserver l'ancrage belge, les missions d'intérêt général et les décisions essentielles.
- Une politique de dividende plus lisible peut améliorer la valeur sans affaiblir la résilience ni la capacité de financement.

Bruno Colmant · 5

Privatisation partielle de Belfius — risques économiques et de gouvernance

- **Recette ponctuelle contre revenus récurrents.** Le produit de cession doit être comparé à la valeur actualisée des dividendes abandonnés.
- **Pas de capital nouveau.** La transaction finance l'État, mais ne renforce ni les fonds propres ni la capacité d'investissement de Belfius.
- **Pouvoir d'influence.** Les droits demandés par un investisseur de référence peuvent réduire la liberté stratégique de l'actionnaire public.
- **Politique de distribution sous tension.** Une exigence privée de rendement peut favoriser le dividende au détriment de la résilience ou de l'investissement.
- **Options stratégiques réduites.** L'entrée d'un tiers peut compliquer une cession ultérieure, un rapprochement ou une évolution du contrôle.
- **Examen prudentiel.** Le profil, les intentions et la solidité du nouvel actionnaire seront examinés par les autorités compétentes.

Bruno Colmant · 6

Belfius — scénario de référence et asymétrie actionnariale

Comparer avant de décider

- **Maintien du statu quo.** Conserver 100 % permet à l'État de recevoir l'intégralité des dividendes et de préserver toutes ses options.
- **Introduction en Bourse.** Une cotation créerait une liquidité observable et une référence de prix, mais exposerait Belfius à la volatilité des marchés.
- **Coopérations commerciales.** Des accords ciblés peuvent produire des économies ou des revenus supplémentaires sans modifier l'actionariat.
- **Alliance technologique.** La mise en commun d'investissements numériques peut réduire les coûts tout en restant réversible.

Une asymétrie entre l'État et le minoritaire

- **Influence sans contrôle.** Le minoritaire pourrait obtenir un siège au conseil, des droits d'information et un veto sur certaines décisions.
- **Responsabilité publique intacte.** L'État conserverait le contrôle, la responsabilité politique et, en pratique, le risque ultime en cas de crise.
- **Rendement privé, contraintes publiques.** L'investisseur rechercherait son rendement alors que l'État devrait aussi protéger l'emploi, le financement de l'économie et la stabilité.
- **Rapport déséquilibré.** Des droits renforcés ou une option de sortie pourraient transférer une partie du risque du minoritaire vers l'État.

La cession ne peut être jugée cohérente qu'après comparaison chiffrée avec ces solutions moins irréversibles.

Bruno Colmant · 7

Belfius — arbitrage financier et mécanisme de sortie

Recette immédiate ou dividendes futurs

- **Calcul indispensable.** Comparer le produit net de cession à la valeur actualisée des 20 % de dividendes abandonnés.
- **Scénario central.** Maintien du taux de distribution actuel et croissance prudente du bénéfice.
- **Scénario de distribution accrue.** Hausse du taux de distribution si les fonds propres restent supérieurs aux exigences prudentielles.
- **Scénario de crise.** Baisse ou suspension des dividendes, pertes éventuelles et besoin possible de recapitalisation.
- **Hypothèses visibles.** Le taux d'actualisation, l'horizon et la valeur terminale doivent être publiés avec les sensibilités.

La sortie doit être contractuelle

- **Marché secondaire.** Identifier à l'avance les investisseurs admissibles, le droit de préemption et la méthode de fixation du prix.
- **Introduction en Bourse ultérieure.** Préciser qui décide, selon quel calendrier et avec quel engagement de l'État.
- **Option de vente à l'État.** Un put créerait une dette publique conditionnelle et pourrait protéger excessivement le minoritaire.
- **Lock-up et transferts.** La durée d'indisponibilité, les clauses de sortie conjointe et les changements de contrôle doivent être définis.
- **Point critique.** Sans liquidité organisée, la décote augmente et le conflit futur sur le prix devient probable.

Aucun prix de cession n'est complet sans valorisation des dividendes abandonnés et contrat de sortie.

Bruno Colmant · 8

Belfius — les questions décisives avant toute cession

- **Cohérence.** Quel problème précis la cession de 20 % résout-elle et quelle valeur durable crée-t-elle ?
- **Choix des investisseurs.** Pourquoi ne pas avoir accepté que des banquiers ou des assureurs deviennent actionnaires minoritaires ?
- **Rentabilité.** Les 20 % amélioreront-ils la rentabilité de Belfius ? Non : une transaction secondaire ne change pas son économie opérationnelle.
- **Finalité ultime.** Quel équilibre entre les exigences de rendement de l'État et celles d'actionnaires privés ?
- **Séquençage.** L'État envisage-t-il d'autres cessions, une cotation ou le maintien durable d'une participation de 80 % ?
- **Transparence.** Qui validera la valorisation, les droits du minoritaire et la comparaison avec les autres scénarios ?

Bruno Colmant · 9

Conclusion Belfius : une opération qui manque encore de finalité

Une logique économique incomplète

- **Aucun levier opérationnel.** La cession n'apporte pas de capital nouveau et n'améliore pas, par elle-même, la rentabilité de Belfius.
- **Prix structurellement décoté.** Une participation non cotée de 20 % subira vraisemblablement une décote de minorité et d'illiquidité.
- **Arbitrage financier incertain.** Une recette immédiate doit être comparée aux dividendes futurs abandonnés.

Une architecture actionnariale incertaine

- **Rendements divergents.** L'État et des actionnaires privés n'ont ni les mêmes horizons ni les mêmes exigences de rendement.
- **Sortie non organisée.** La liquidité des 20 %, les cessions ultérieures et une éventuelle option de vente doivent être définies avant l'entrée au capital.
- **Finalité à clarifier.** Sans projet industriel explicite, l'ouverture du capital risque d'ajouter de la complexité sans créer de valeur.

Ma conclusion : sans finalité démontrée, valorisation indépendante et mécanisme de sortie équilibré, la cession de 20 % ne me paraît pas cohérente.

L'État devrait fixer le prix, les droits et surtout la sortie avant toute cession.

Bruno Colmant · 10

CHAPITRE II

CHAPITRE II

Rapprochement Belfius–Ethias

Création de valeur, intégration et risques d'exécution

Bruno Colmant · 11

CHAPITRE II · RAPPROCHEMENT BELFIUS–ETHIAS SLIDE 12

Rapprochement Belfius Ethias — arguments favorables

- Constituer un groupe financier belge de plus grande taille et préserver un centre de décision national.
- Combiner la distribution bancaire et digitale de Belfius avec le modèle direct d'Ethias, puis développer les ventes croisées en banque, assurance et pensions.
- Partager certains investissements lourds dans la cybersécurité, les données, l'intelligence artificielle, la conformité et la lutte contre la fraude.
- Mutualiser des fonctions de support, certains achats, la gestion d'actifs, la réassurance et une partie de la gestion des sinistres.
- Diversifier les résultats entre banque et assurance et, sous conditions prudentielles, améliorer l'efficacité du capital consolidé.
- Renforcer la capacité d'investissement à long terme dans l'économie belge et la résistance à une consolidation étrangère.

Bruno Colmant · 12

Rapprochement Belfius Ethias — limites économiques et stratégiques

- **Marchés matures.** Les synergies de revenus seraient limitées et proviendraient surtout d'un déplacement de parts de marché.
- **Chevauchement et conflit de canaux.** Le modèle direct d'Ethias devrait cohabiter avec les agences, l'application et les marques de Belfius sans cannibalisation.
- **Emploi directement exposé.** Sur 8 689 ETP cumulés, environ 700 à 1 050 ETP seraient en risque sur trois à cinq ans : 500 à 700 chez Belfius et 200 à 350 chez Ethias. Estimation analytique, non annoncée par les entreprises.
- **Capital et gouvernance complexes.** Les règles prudentielles limitent les transferts de capital, tandis que les actionnaires publics doivent s'accorder sur la valeur, le contrôle, les dirigeants, les dividendes et l'emploi.
- **Risque de surpayer.** Une valorisation politique, un rapport d'échange contesté ou un goodwill élevé peuvent absorber plusieurs années de synergies.
- **Concentration sans nécessité démontrée.** Les deux groupes sont rentables, solvables et capables d'investir séparément.

Bruno Colmant · 13

Quel rapprochement et pour quelles synergies ?

Quatre architectures à comparer

- **Fusion complète.** Une seule gouvernance et une intégration profonde, mais le coût, la durée et l'irréversibilité sont maximaux.
- **Holding commune.** Le contrôle est regroupé tandis que les entités restent juridiquement séparées.
- **Bancassurance légère.** Les marques et les bilans restent distincts, avec quelques fonctions ou produits partagés.
- **Accord de distribution.** Des ventes croisées peuvent être testées sans fusion ni transfert de contrôle.

Un compte de synergies vérifiable

- **Revenus.** Ventes croisées, rétention, tarification et nouveaux produits, après cannibalisation.
- **Coûts récurrents.** Fonctions centrales, achats, immobilier, informatique et gestion des sinistres.
- **Coûts ponctuels.** Migration informatique, données, marques, fiscalité, conseil, restructuration et mesures sociales.
- **Capital.** Effets sur CET 1, Solvabilité II, dividendes, modèles internes et capacité d'absorption des pertes.
- **Test minimal.** Présenter une fourchette annuelle à cinq ans, les coûts cumulés, le point mort et plusieurs scénarios défavorables.

Les précédents européens montrent plusieurs modèles : KBC intégré, partenariat BNP Paribas Fortis-AG Insurance, séparation ING-NN et modèle Crédit Agricole-Predica.

Bruno Colmant · 14

Plan d'exécution : informatique, gouvernance, emploi et supervision

Le risque informatique et opérationnel

- **Migration critique.** Contrats, données clients, historiques de sinistres, paiements et modèles de risque doivent rester exacts et disponibles.
- **Continuité et cybersécurité.** Chaque bascule crée un risque d'interruption, de fraude, de perte de données ou d'erreur réglementaire.
- **Gouvernance informatique.** Un responsable unique, des jalons, des tests de reprise et un plan de retour arrière sont indispensables.

Gouvernance et rapport d'échange

- **Contrôle.** Qui nomme les dirigeants et décide du capital, des dividendes, des marques, de l'emploi et des investissements ?
- **Équilibre public.** Le poids de Belfius, d'Ethias, de l'État fédéral et des entités actionnaires doit être explicite.
- **Valeur.** Le rapport d'échange doit reposer sur des valorisations indépendantes et des sensibilités publiées.

Emploi : préciser le où, le comment et le coût

- **Où.** Sièges, informatique, réseau, fonctions de contrôle et gestion des sinistres.
- **Comment.** Attrition, non-remplacement, reclassement, mobilité ou départs négociés.
- **Coût social.** Provisions, accompagnement, calendrier et effet sur les synergies nettes.

Calendrier prudentiel

- **Hypothèse de travail.** Tester un parcours de dix-huit à trente-six mois entre préparation, autorisations et réalisation.
- **Autorités.** BCE, BNB et FSMA examineront notamment capital, gouvernance, modèles, données, informatique et continuité.
- **Conditions.** Le calendrier doit intégrer demandes complémentaires, remèdes et suivi du plan d'intégration.

Bruno Colmant · 15

Conclusion : la fusion Belfius–Ethias ne me semble pas une bonne idée

Une création de valeur peu convaincante

- **Marché mature.** Les synergies de revenus seraient faibles et déplaceraient surtout des parts de marché.
- **Économie défavorable.** Les bénéfices apparents me semblent inférieurs aux coûts d'intégration, de transformation informatique et d'harmonisation des organisations.
- **Horizon très long.** Une intégration complète de deux groupes de cette nature peut mobiliser les directions pendant dix à quinze ans, avec une création de valeur tardive et incertaine.

Un risque d'exécution déterminant

- **Examen prudentiel approfondi.** Les régulateurs examineront très soigneusement le capital, la gouvernance, les contrôles, les données et l'intégration informatique.
- **Emploi directement exposé.** Environ 700 à 1 050 ETP pourraient être menacés sur trois à cinq ans, selon l'hypothèse retenue.
- **Décisions à dissocier.** La cession de 20 % de Belfius et un éventuel rapprochement avec Ethias doivent suivre des procédures et des valorisations distinctes.

Ma conclusion : les risques industriels, humains et prudentiels dominent les synergies plausibles. Des coopérations ciblées et réversibles sont préférables à une fusion complète.

La fusion Ethias–Belfius ne me semble donc ni nécessaire, ni suffisamment créatrice de valeur.

Bruno Colmant · 16

Hoorzitting: “De economische grondslagen van de privatisering van Belfius”

Kris Boudt

Vakgroep Banking and Finance UGent

1

Keuze van kapitaalstructuur en governance impliceert trade-offs

$$\text{Waarde}(a) = P_{20\%}(a) + \delta \text{FINVAL}_{80\%}(a) + \lambda \text{ECOVAL}(a) + \mu \text{OPTVAL}(a)$$

- 1) Prijs van de te verkopen 20%
- 2) Financiële waarde van toekomstige dividenden + waarde resterende 80%
- 3) Economische waarde in België: Extra krediet, innovatie, productiviteit, groei
- 4) Waarde van reële opties: flexibiliteit en crisisbuffer (systemisch risico) zodat er voldoende opties zijn om bij een volgende crisis te helpen bij het absorberen van schokken (en alvast niet te versterken).

Afhankelijk van het gewicht δ , λ , μ zal de optimale beslissing omtrent kapitaalstructuur en governance anders zijn

2

1) Prijs van de te verkopen 20%

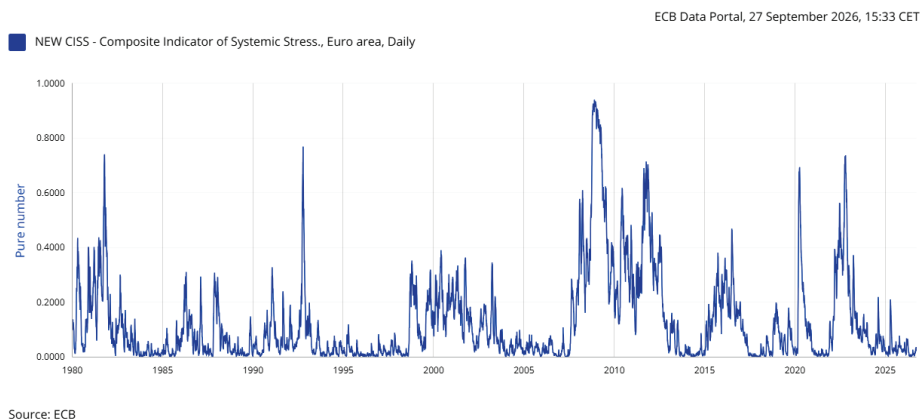


Aangepast op basis van originele figuur beschikbaar op <https://economic-research.bnpparibas.com/html/en-US/Competitive-banks-sovereign-Europe-6/1/2026,53518>

3

In een context van laag systemisch risico

= risico dat ontstaat wanneer financiële problemen niet beperkt blijven tot één instelling, maar de werking van het financiële systeem en daardoor ook de reële economie aantasten.

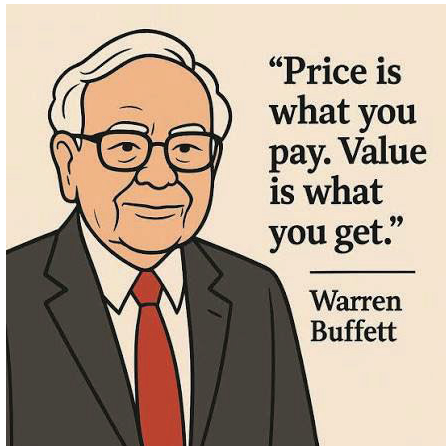


EUROPEAN CENTRAL BANK | EUROSISTEM

<https://data.ecb.europa.eu>

4

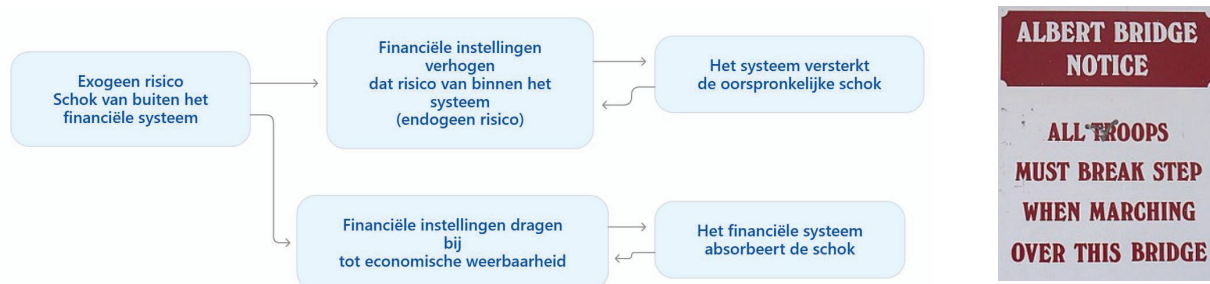
2-4) Prijs vs. waarde



- De relevante vraag is niet alleen hoeveel 20% vandaag opbrengt, maar ook hoe onder de nieuwe 80/20 structuur Belfius waarde zal blijven creëren voor haar aandeelhouders (private + overheid)
- In het bijzonder wanneer het economisch minder goed gaat.
- Mervyn King, voormalig gouverneur van de Bank of England:
“Banks may be international in life, but they are national in death.”

5

Schokken absorberen niet versterken



Voorwaarden tot positieve bijdrage bij crisis: sterke kapitaal –en liquiditeitsbuffers, governance die toelaat deze rol op te nemen.

Verandering in eigenaarsstructuur → governance en prikkels → risicobereidheid → buffers en kredietverlening 6

Economische grondslagen van de privatisering van Belfius

$$\text{Waarde}(a) = P_{20\%}(a) + \delta \text{FINVAL}_{80\%}(a) + \lambda \text{ECOVAL}(a) + \mu \text{OPTVAL}(a)$$

- Een gedeeltelijke privatisering is economisch verantwoord wanneer zij tegelijk:
 - een faire prijs oplevert;
 - de langetermijnwaarde van Belfius ondersteunt;
 - krediet en vertrouwen in Belgische economie versterkt;
 - voldoende opties laat om bij een volgende crisis te helpen bij het absorberen van schokken (en alvast niet te versterken).

7

Economische grondslagen van de privatisering van Belfius

- Dergelijk analysekader maakt de trade-offs tussen keuzes duidelijk (private plaatsing vs beursgang, hoogte van de kapitaalbuffers).

$$\begin{aligned} & \text{Waarde}(a) - \text{Waarde}(a') \\ &= P_{20\%}(a) - P_{20\%}(a') \\ &+ \delta (\text{FINVAL}_{80\%}(a) - \text{FINVAL}_{80\%}(a')) \\ &+ \lambda (\text{ECOVAL}(a) - \text{ECOVAL}(a')) \\ &+ \mu (\text{OPTVAL}(a) - \text{OPTVAL}(a')) \end{aligned}$$

8



Belfius: plaatsing van 20% en de Ethias-piste Hoorzitting commissie Financiën en Begroting

Ivan Van de Cloot

29 september 2026

Vier boodschappen voor de commissie

1

Timing

De renteomgeving verslechtert. De financiële cyclus kan elk moment keren;

2

Prijs

20% zonder zeggenschap levert minder op. Dan verzwakt het stewardship-argument

3

Dividend

Het dividendbeleid hoort niet de begroting, maar de solvabiliteit van de bank te volgen.

4

Contract

Een 80/20-model werkt enkel met gedepolitiseerd bestuur en een exit-mechanisme.

Dossier B (Ethias) hoort niet in hetzelfde tijdsvenster als dossier A (privatisering).

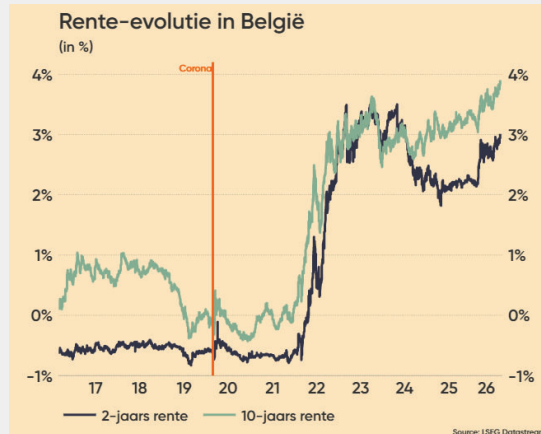
Reality check 2026 de omgeving is gevaarlijker

De rente op Belgisch overheidspapier stijgt opnieuw

Op 9 september ging de 10-jaarsrente boven 4%: het hoogste peil sinds januari 2012. Elke herfinanciering wordt duurder.

Markten beoordelen de geloofwaardigheid van de begroting

Frankrijk stond die dag op 4,3%, Duitsland op 3,4%. België moet zich onderscheiden van Frankrijk, niet ernaar toe bewegen.



De financiële cyclus kan elk moment keren.

Rente 10 jaar op 9/9/2026: [Belga / The Brussels Times](#). Grafiek: LSEG Datastream.

Twee dossiers, bewust uit elkaar gehaald

DOSSIER A

Private plaatsing van 20% van Belfius

- Verkoop via privéplaatsing, niet via de beurs
- Regering mikt op circa €2 miljard, eenmalig
- Kandidaten: investeringsfondsen en Belgische families
- Closing gepland eind 2026

DOSSIER B

Federaal belang in Ethias naar Belfius

- Studie in opdracht van de FPIM (Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij)
- Vlaamse en Waalse regering willen hun Ethias-aandelen niet verkopen
- Juli 2026: regering stelt fusie uit, eerst dossier A

Dat ze nu gesplitst zijn, is een goede zaak. Een hangende fusie maakt due diligence en prijsvorming troebel.

Bronnen: [VRT NWS, 5/12/2025 \(€2 mrd\)](#) · [VRT NWS, 22/6/2026 \(start verkoop\)](#) · [21News, 22/7/2026 \(Kamercommissie\)](#)

Dossier A drie partijen, drie verschillende doelen

Privépartners

Focus op rendement: een hoge en voorspelbare payout.

ECB en NBB

willen solvabiliteit: voldoende kapitaal in de bank.

De staat

wil én dividend voor de begroting én een "maatschappelijke" bank.

Wie koopt? Alleen "grote jongens": investeringsfondsen en vermogende families.

Wat ontbreekt? Een bredere participatie van de bevolking, bijvoorbeeld via een retailtranche.

Waarom krijgen Belgische spaarders geen kans om mee te investeren?

Dossier A de begroting bepaalt de timing: "superdividend"

Closing in 2026

zodat het uitzonderlijk dividend nog in dit begrotingsjaar valt.

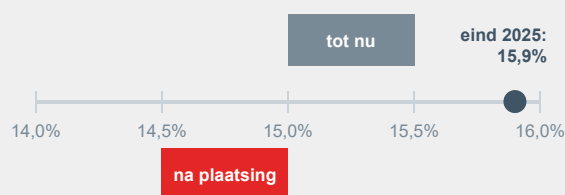
Lagere kapitaaldoelstelling

CET1-doelband omlaag, mogelijk gemaakt door een uitgifte van €500 mln AT1-kapitaal.

Voorwaardelijk

De versoepeling geldt pas zodra een akkoord met een investeerder getekend is.

CET1-doelstelling Belfius (kernkapitaalratio)



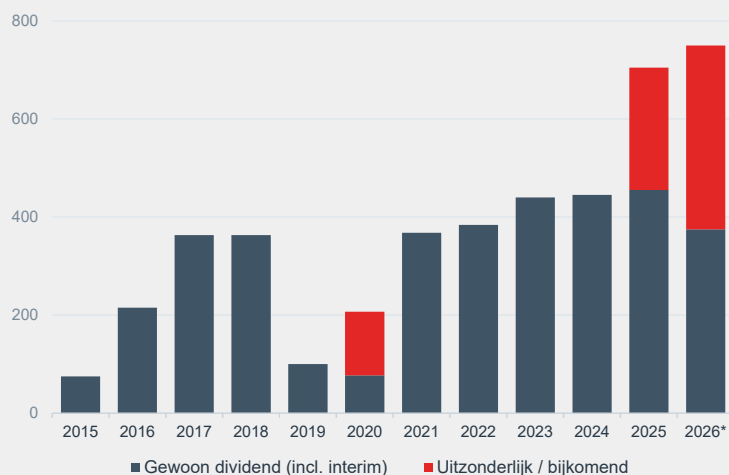
Het uitzonderlijk dividend vraagt ook prudentiële goedkeuring.

Minder buffer = meer ruimte voor dividend.

De verkoop maakt een hoger dividend mogelijk. Daar draait de timing om.

Bronnen: [Belfius, persbericht 21/9/2026](#) · [Belfius, jaarresultaten 2025](#)

Dividend Belfius als dividendmachine van de staat



€4 mrd

kostprijs nationalisatie Dexia Bank België (2011)

€3,7 mrd

dividend aan de staat, boekjaren 2015-2025

€750 mln

aangekondigd voor 2026: interim €375 mln + uitzonderlijk €375 mln

In mln euro, per boekjaar. *2026: aangekondigd, uitzonderlijk dividend pas na ondertekening. Belfius: [2016](#) · [2017](#) · [2018](#) · [2019](#) · [2020](#) · [+130](#) · [2022](#) · [2023](#) · [2024](#) · [2025](#) · [2026](#)

Dividend rekenkundig neutraal voor de staat, niet voor de bank

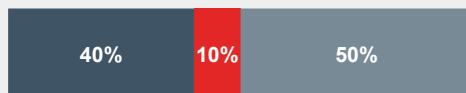
Verdeling van de jaarwinst

Vandaag
(100% staat, payout 40%)



■ Naar de staat ■ Naar de privépartner ■ Blijft in de bank (kapitaalopbouw)

Na plaatsing
(80/20, payout 50%)



Belofte van de regering

20% minder aandelen, maar 50% payout in plaats van 40%. De staat blijft 40% van de winst ontvangen.

Keerzijde

De bank houdt voortaan 50% in plaats van 60% van haar winst in. Bij een winst van €1,16 mrd is dat €116 mln per jaar minder buffer.

Proximus-reflex: eerst de begroting, dan pas de balans. Bij een bank is dat gevaarlijker dan bij telecom.

Eigen berekening op basis van nettowinst 2025 (€1,16 mrd, [Belfius jaarresultaten 2025](#)) en payout 50% ([Belfius, 21/9/2026](#)).

Dossier A 20% is geen controle, en dat heeft een prijs

Meerderheden in een Belgische NV (WVV, % van de uitgebrachte stemmen)



Gevolg voor de koper: geen blokkeringsmacht en geen pad naar meer invloed. Hij koopt een illiquide coupon.

Gevolg voor de staat: 20% van het eigen vermogen is circa €2,5 mrd (juni 2026). De regering mikt op €2 mrd. Het verschil is de korting voor gebrek aan controle.

Stewardship zonder bevoegdheid is duur voor de koper, en dus voor de verkoper.

Eigen vermogen groep 30/6/2026: €12,7 mrd ([Belfius, halfjaarresultaten 2026](#)), €2 mrd: [VRT NWS](#). Meerderheden: [art. 7:153 WVW](#).

Dossier A wat koopt de investeerder precies?

1 Illiquide belang

Een geconcentreerde inzet van eigen vermogen, zonder beursnotering om uit te stappen.

2 Eén gesprekspartner

Eén of enkele aandeelhouders in plaats van een anonieme free float.

3 Politiek risico

Een Belgisch anker naast een staat die politieke cycli kent.

Zwak punt: 20% naast een staat van 80% is geen controlerende familieholding zoals bij KBC of Ackermans & van Haaren.

Geen bestuurszetels, geen aandeelhoudersovereenkomst, geen pad naar meer invloed? Dan valt het stewardship-argument weg.

Lessen uit Proximus en Ethias **de macht is asymmetrisch**

Als de staat remt

Traag in digitalisering, kantoorsluitingen, risicobeleid of een deal (Ethias).

De partner kan morren, niet blokkeren.

Als de partner duwt

Aandringen op een agressieve payout of een drift naar private banking.

De staat kan dat wel blokkeren.

Gevolg: de partner draagt het risico van traagheid, zonder het middel om die te doorbreken.

Belgische trackrecord: de staat verlaagt het dividend pas als de markt het afdwingt (Proximus).

80/20 werkt enkel met een contract dat de asymmetrie herstelt

1 Vetorechten

op kapitaaloperaties en risicobereidheid

2 Gedepolitiseerd bestuur

professionele voordracht van bestuurders

3 Exitmechanisme

bijvoorbeeld een IPO-venster of putoptie na x jaar

4 Dividend volgt solvabiliteit

niet de begroting van de staat

Zonder dit contract is "referentieaandeelhouder" marketing. Mét dit contract moet de staat aanvaarden dat 80% geen 100% meer is.

Dossier B Ethias-piste: verdedigbaar, maar niet uniek

Wat ervoor pleit

- Prudentieel voordeel: meer ruimte voor dividend
- Schaal in een Europese consolidatiegolf
- Belgische verankering
- Overlappende klanten (overheden, particulieren) en dezelfde publieke aandeelhouder

Wat ertegen pleit

- Belfius heeft al een verzekeraar (Belfius Insurance: 25% van de groepswinst)
- Verzadigde markt en andere bedrijfscultuur
- Integratierisico's
- Mededinging: een open procedure is wellicht nodig

Expertstudie: een fusie met KBC, Ageas of een buitenlandse speler kan evengoed zinvol zijn.

Meerwaarde, of vooral politieke logica?

Bronnen: expertstudie in opdracht van de FPIM ([21News, 22/7/2026](#)) · 25% groepswinst: [Belfius, jaarresultaten 2025](#)

Dossier B eerst plaatsen, dan pas eventueel toenadering

Fusie én verkoop tegelijk: volgens de expertstudie juridisch moeilijk verdedigbaar zonder open en transparant proces. En kopers krijgen te weinig tijd voor due diligence.

STAP 1 · 2026

Plaatsing van 20% van Belfius



STAP 2 · later

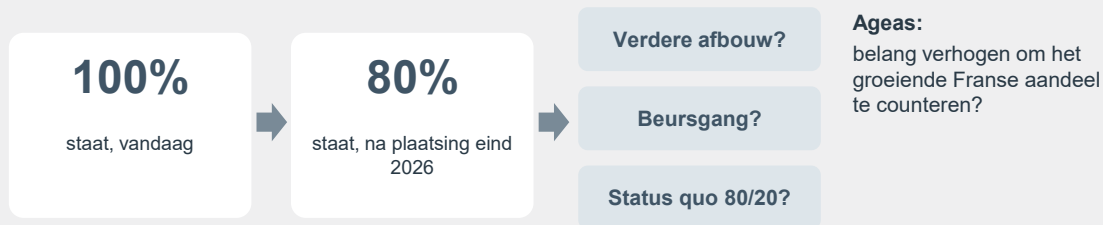
Eventuele toenadering tot Ethias

Als Vlaanderen en Wallonië weigeren: enkel een herschikking van het federale belang.

Dat is geen fusie, wel een consolidatie van overheidsbelangen, met mogelijk extra dividendruimte voor de staat.

Bron: expertstudie in opdracht van de FPIM, toegelicht in de Kamercommissie ([21News, 22/7/2026](#)).

Welke eindtoestand heeft de overheid voor ogen?



Ageas:
belang verhogen om het groeiende Franse aandeel te counteren?

De markt prijst onzekerheid in. Wie niet weet wat na stap 1 komt, betaalt vandaag minder.

Gebrek aan helderheid over de lange termijn drukt de waardering.

Aanbevelingen

- 1 Koppel het dividendbeleid aan de solvabiliteit** – niet aan de begrotingsnoden van het jaar.
- 2 Veranker de rechten van de partner in een contract** – vetorechten, gedepolitiseerde bestuurders, een exit.
- 3 Houd dossier A en B gescheiden** – eerst de plaatsing afronden, dan Ethias bekijken.
- 4 Maak de eindtoestand bekend** – verdere afbouw, beursgang of status quo: duidelijkheid verhoogt de prijs.
- 5 Open de deur voor de Belgische spaarder** – een retailtranche verbreedt het draagvlak.



www.stichting-merito.be



@Ivanvandecloot

17