



DEXIA SA/NV

Place Rogier 11

1210 Bruxelles

RPM Bruxelles – n° 458.548.296

RAPPORT SPECIAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

(I) EMISSION DE DROITS DE SOUSCRIPTION

(II) AUGMENTATION DE CAPITAL PAR APPORT EN NATURE

(III) EMISSION EN DESSOUS DU PAIR COMPTABLE

(IV) EMISSION DE PARTS BENEFICIAIRES ET CONVERSION EN ACTIONS

- Articles 582, 583 et 602 du Code des sociétés -

1. INTRODUCTION

Lors de sa réunion du 13 novembre 2008, le conseil d'administration de Dexia SA/NV (la « Société » ou « Dexia ») avait décidé du principe de proposer à l'assemblée générale des actionnaires d'émettre des droits de souscription (ou « warrants ») en faveur de l'Etat belge et de l'Etat français dans le cadre de la garantie donnée par ces Etats pour certains engagements souscrits par la Société en rapport avec l'activité « *Financial Products* » du groupe FSA.

Le présent rapport spécial a été adopté par le conseil d'administration de Dexia lors de sa réunion du 12 mai 2009. Il est établi conformément au prescrit des articles 582, 583 et 602 du code belge des sociétés (« C. Soc. ») dans le cadre de l'émission proposée des droits de souscription.

Comme le requiert l'article 583, alinéa 3 C. Soc., une copie du présent rapport a été transmise en projet à la Commission bancaire, financière et des assurances le 16 mars 2009.

2. CONTEXTE

2.1 Contexte général et rétroactes

Comme l'ensemble du secteur bancaire mondial, Dexia traverse actuellement une crise sans précédent. Dexia a été frappée durement dès la fin septembre 2008 par les conséquences de l'ébranlement général du secteur bancaire suite aux défaillances de certaines institutions aux Etats-Unis puis en Europe, et a fait face à des pertes significatives liées à la crise ainsi qu'à une contraction importante de son accès à la liquidité sur le marché interbancaire et institutionnel.

Cette crise majeure a amené Dexia à renforcer sa solvabilité en recueillant des fonds propres nouveaux pour un montant de € 5.999.999.999,40 auprès de ses actionnaires de référence existants ainsi qu'auprès de l'Etat français et de l'Etat et des régions belges. Le contexte, la justification et les modalités de cette augmentation de capital réservée (dont le principe avait été décidé par le conseil d'administration lors de sa réunion du 30 septembre 2008) ont été exposés en détail dans le rapport spécial du conseil d'administration en date du 3 octobre 2008.

Le 7 octobre 2008, le conseil d'administration a co-opté M. Jean-Luc Dehaene en qualité de président du conseil et M. Pierre Mariani en qualité d'administrateur-délégué, en remplacement de MM. Pierre Richard et Axel Miller.

Face à la crise de liquidité qui perdurait, Dexia a ensuite sollicité des Etats belge, français et luxembourgeois qu'ils accordent leur garantie aux financements interbancaires et institutionnels d'une maturité de 3 ans maximum. Les Etats y ont consenti, et ont diffusé le 9 octobre 2008 une communication conjointe le confirmant. Depuis lors, ces garanties (sans solidarité entre les Etats) ont été approuvées par la Commission Européenne au titre du régime des aides d'Etats, et ont fait l'objet d'une convention détaillée entre Dexia et les Etats concernés en date du 9 décembre 2008.

Ces mesures importantes adoptées, Dexia a entamé un processus de transformation et de consolidation de ses activités. Lors de sa réunion du 20 octobre 2008, le conseil d'administration a approuvé les premières recommandations de l'administrateur-délégué visant à rétablir la situation du groupe, et lui a demandé de poursuivre la mise en œuvre d'un plan visant au recentrage de Dexia sur ses métiers de base. Dans ce cadre, le conseil a également donné mandat à l'administrateur-délégué de rechercher les voies et moyens permettant de réduire le risque spécifique lié à l'activité de FSA, et c'est en application de ce mandat que la cession de FSA, décrite plus en détail au point 2.2 ci-après, a été engagée.

Dexia a depuis lors poursuivi la mise en œuvre du plan de transformation. L'amélioration du profil de risque, outre la cession de FSA actuellement en cours de finalisation, a permis une amélioration progressive de la situation de liquidité (grâce à l'effet combiné du renforcement de ses limites sur la nouvelle production de crédits, de la diminution des tirages sur les lignes confirmées aux Etats-Unis, de la garantie des Etats sur le financement institutionnel et interbancaire du groupe et de la stabilisation de la base de dépôts), et a conduit Dexia à réorganiser en profondeur ses activités de trading. La transformation des activités PWB (*Public and Wholesale Banking*) se poursuit également, avec un recentrage sur la franchise commerciale en Belgique, France, Luxembourg, Italie et dans la péninsule ibérique. Le plan de transformation prévoit enfin un plan d'économies de EUR 600 millions d'ici 2011, dont EUR 200 millions en 2009.

Il est renvoyé au communiqué de presse du 26 février 2009 (disponible sur le site Internet de Dexia ; www.dexia.com) pour une description détaillée de la situation de Dexia à la fin du dernier trimestre 2008.

2.2 Cession à Assured des activités d'assurances de FSA

2.2.1 Introduction

Lors de sa réunion du 13 novembre 2008, le conseil d'administration a donc pris un certain nombre de décisions importantes visant au recentrage du groupe sur son cœur de métier et à la révision à la baisse de son profil de risque. Au rang de ces décisions, le conseil a approuvé la conclusion d'une convention de cession de la totalité des actions de sa filiale indirecte FSA Holdings Inc. (« FSAH ») à Assured Guaranty Ltd. (« Assured »), selon des modalités plus amplement décrites dans le communiqué de presse diffusé par Dexia le 14 novembre 2008 (ce communiqué est disponible sur le site Internet de Dexia ; www.dexia.com).

L'accord de cession ainsi conclu est intervenu au terme d'un processus structuré et approfondi de sollicitation de marques d'intérêt de la part de différents acquéreurs éventuels des activités du groupe ayant à sa tête FSAH (ce groupe dans son ensemble étant désigné en tant que « FSA »), processus qui a donc permis à Dexia d'obtenir les meilleures conditions de cession possibles eu égard aux circonstances très dégradées qui prévalaient alors (et ne se sont pas améliorées depuis).

2.2.2 Exclusion de l'activité « *Financial products* »

Les conventions passées avec Assured prévoient que l'activité dite de « *Financial Products* » (ou « FP ») de FSA ne fait pas partie du périmètre des activités cédées, qui sont donc essentiellement les activités de rehaussement de crédit (*financial guaranty* ou *monoline insurance*) de FSA. Malgré l'exclusion de l'activité FP du périmètre de la vente, la cession réduit considérablement le profil de risque de Dexia, puisque les activités de rehaussement de crédit qui seront ainsi vendues portent sur un portefeuille assuré de USD 401,5 milliards, dont USD 302,3 milliards liés au secteur public américain et USD 99,2 milliards (FP non compris) aux *asset backed securities*¹.

Pour rappel, et en bref résumé, l'activité FP consiste, en substance, en (i) la prise de dépôts de la part de tiers (en général des émetteurs – collectivités locales ou émetteurs d'ABS – de titres rehaussés par FSA Inc.) envers lesquels FSA s'engage à rémunérer les dépôts à un niveau déterminé, en vertu de contrats de dépôts garantis (*Guaranteed Investment Contracts*, ou « GICs ») et (ii) le réinvestissement de ces dépôts en titres à haut rendement, générant ainsi en principe une marge d'intérêt nette positive.

Techniquement, les GICs sont conclus par des filiales dédiées de FSAH (ces filiales étant ci-après désignées comme les « GIC Companies »), qui à leur tour prêtent le produit de ces dépôts à une autre société du groupe, FSA Asset Management LLC (« FSAM »), qui constitue et gère le portefeuille d'actifs destiné à faire face aux passifs et obligations de remboursement dues aux contreparties aux GICs. FSAM et les GIC Companies ne seront pas cédés à Assured mais resteront dans le groupe Dexia.

¹ Chiffres au 31/03/09.

Le portefeuille d'actifs de FSAM comprend une proportion substantielle de titres liés directement ou indirectement au secteur immobilier américain et dont la notation (globalement de très bonne qualité initiale) et/ou la valeur de marché se sont significativement dégradées sous l'effet de la crise du *subprime* et de la crise financière globale actuelle. Au 31 mars 2009, la valeur au pair résiduaire du portefeuille était de USD 16,7mia. A cette même date, après les réductions de valeur actées par FSAM sur le portefeuille, sa valeur comptable (sur une base *mark-to-market* calculée en US GAAP) était égale à USD 8,2 mia, alors que la valeur des obligations au titre des GICs s'élevait à USD 13,5mia.

La valeur attendue (sur une base « *hold to maturity* ») de ces actifs est toutefois très supérieure à leur valeur *mark-to-market* : en effet, il ressort de diverses estimations que si le portefeuille d'actifs de FSAM peut être détenu jusqu'à sa maturité normale, la perte économique réelle sur le portefeuille serait très significativement inférieure à la perte comptable actuelle sur une base *mark-to-market* (voir le point 6.4 ci-après).

2.2.3 *Conséquences de l'exclusion des FP et garantie des Etats*

Cette activité FP sera donc exclue de la vente à Assured. Toutefois, dans la mesure où FSA Inc. (la filiale de FSAH qui exerce, directement et via ses filiales, les activités de rehaussement de crédit de FSA) est garante à divers titres des actifs et passifs de l'activité FP, l'exclusion de cette dernière activité du périmètre de la cession implique nécessairement que Dexia se porte garante des activités FP, de sorte qu'il ne doive être fait appel aux garanties fournies par FSA Inc. Eu égard à la situation financière de Dexia et à l'ampleur maximale théorique de la garantie ainsi donnée par Dexia, il était indispensable, du point de vue de l'acquéreur, que Dexia soit à son tour contre-garantie par les Etats belge et français. La convention de cession d'actions conclue avec Assured prévoit dès lors, au titre de condition de la vente, soit que Dexia fournisse du « *collateral* » (c'est-à-dire des sûretés en espèces ou en titres éligibles), mais dans des proportions excessives par rapport aux ressources actuelles de Dexia, soit que soit fournie une garantie souveraine.

Il est donc prévu que les Etats consentiront à octroyer cette garantie (selon des modalités décrites au paragraphe 3 ci-dessous), et conviendront avec Dexia que, dans certaines conditions, leur droit de recours contre Dexia au titre de cette garantie serait converti en actions Dexia. C'est cette faculté de conversion qu'organisent les droits de souscriptions qui font l'objet du présent rapport.

3. PRINCIPALES CONDITIONS DE LA GARANTIE DES ETATS

Aux termes de projets de conventions (une Convention de Garantie (*First Demand Guarantee relating to the « financial products » portfolio of FSA Asset Management LLC*) et une Convention de Remboursement de Garantie (*Guarantee Reimbursement Agreement*)) actuellement en cours de finalisation, il est prévu que les Etats belge et français et Dexia conviendront, en substance, de ce qui suit :

- **Option de vente de FSAM.** Dexia SA et Dexia Crédit Local S.A. (« DCL ») concluront avec FSAM une convention d'option « *Put* » en vertu de laquelle FSAM

aura le droit de vendre à Dexia et/ou à DCL certains actifs contenus dans le portefeuille FSAM au 30 septembre 2008 en cas de survenance de certains événements déclencheurs.

- **Garantie des Etats.** Les Etats belge et français s'engagent chacun à garantir, sans solidarité entre eux, les obligations de Dexia SA au titre de la convention d'option *put* précitée, dans la limite d'un montant global de USD 16,98 mia, et de respectivement 62,3711% et 37,6289%² de ce montant pour les Etats belge et français. De plus, le montant maximal pouvant être couvert chaque année au titre de la garantie des Etats est limité à la valeur résiduaire au pair totale des actifs couverts à la fin de l'année précédente. La garantie des Etats est une garantie autonome à première demande, irrévocable et inconditionnelle.
- **Portefeuille garanti.** Le portefeuille faisant l'objet de ce *put* est le portefeuille FSAM après déduction d'« actifs exclus » pour une valeur d'environ USD 4,5 mia, de sorte que le montant au pair des actifs compris dans le portefeuille couvert par le *put* garanti s'élève à USD 12,26 mia. Les actifs exclus font eux aussi l'objet d'une convention d'option de vente entre Dexia et certaines de ses filiales d'une part et FSAM d'autre part, mais les obligations de Dexia au titre de cette seconde convention d'option ne sont, elles, pas garanties par les Etats. Ces actifs ont été sélectionnés parmi les actifs du portefeuille FSAM principalement sur la base des deux critères suivants : leur qualité de crédit (en privilégiant les actifs présentant une qualité de crédit maximale), et leur influence sur les *Risk Weighted Assets* (en privilégiant un RWA, résultant de leur inclusion parmi les actifs de Dexia, le moins élevé). Ces actifs se composent à concurrence de 100% d'actifs *investment grade* dont 86% d'actifs avec une notation (la moins élevée entre S&P et Moody's) de minimum A. Selon les estimations de Dexia, les pertes attendues³, en moyenne (c.à.d. *through-the-cycle*), sur les actifs exclus, s'élèvent à USD 90mio.
- **Evènements déclencheurs.** FSAM peut exercer l'option de vente dans différentes hypothèses, et les actifs qu'elle a le droit de vendre à Dexia au titre de l'option de vente varient selon les hypothèses. L'option peut être exercée dans les cas suivants :
 - (i) En cas de défaut sur actifs, c'est-à-dire si le principal ou l'intérêt dû sur un actif du portefeuille n'est pas payé à l'échéance ; dans cette hypothèse, l'option de vente porte sur les actifs concernés, qui sont vendus à Dexia à leur valeur résiduaire au pair (c'est-à-dire la valeur faciale), majorée des intérêts dus.
 - (ii) En cas de défaut de liquidité, c'est-à-dire si Dexia fait défaut (à tout moment avant le 31 octobre 2011) à ses obligations au titre de conventions de liquidité conclues ou à conclure au bénéfice de FSAM ; dans cette hypothèse, l'option de vente porte sur un nombre d'actifs dont la valeur au pair résiduaire est

² Les fractions exactes sont 60,5/97 et 36,5/97 respectivement.

³ Sur la base des données disponibles à la date de ce rapport.

égale au montant du défaut de liquidité, et qui sont vendus à Dexia à leur valeur résiduaire au pair, majorée des intérêts dus.

- (iii) En cas de défaut de collatéral, c'est-à-dire si Dexia ne fournit pas à FSAM, entre le 29 septembre et le 31 octobre 2011, du *collateral* à hauteur de la différence entre la valeur des passifs au titre des GICs et la valeur de marché des actifs de FSAM, après déduction d'une marge (*haircut*) sur ces actifs ; dans cette hypothèse, l'option de vente porte sur un nombre d'actifs dont la valeur au pair résiduaire est égale au montant du défaut de collatéral, et qui sont vendus à Dexia à leur valeur résiduaire au pair, majorée des intérêts dus.
- (iv) En cas d'insolvabilité de Dexia (telle que définie dans la Convention de Garantie), auquel cas l'option de vente porte sur la totalité des actifs du portefeuille FSAM couverts par l'option de vente ou sur un nombre d'actifs dont la valeur au pair est égale à la valeur totale des passifs au titre des GICs, si ce second montant est inférieur au premier. Les actifs concernés sont cédés à leur valeur résiduaire au pair, majorée des intérêts dus.

- **Faculté de règlement différé.** En cas d'exercice de l'option de vente pour défaut sur actifs, Dexia a la faculté de reporter l'achat et le paiement de l'actif concerné moyennant paiement du montant d'intérêt (ou de fraction de principal) impayé. En d'autres termes, Dexia peut reporter le paiement de la totalité du prix de l'actif concerné en payant uniquement le montant du coupon ou de principal dont le non-paiement a donné lieu à l'exercice de l'option de vente. Dexia s'est engagée envers les Etats à faire usage de cette faculté sauf si elle démontre qu'elle a les ressources de liquidité nécessaires au paiement de la totalité du prix de l'actif et qu'un tel paiement représente un avantage économique significatif pour elle.

- **« Tranches » et nature des recours.** Les Etats pourront recouvrer à charge de Dexia les montants qu'ils auraient payés au titre de leur garantie. Ce recours des Etats s'exerce soit en espèces soit sous la forme de titres constitutifs des fonds propres réglementaires de Dexia (actions ordinaires ou parts bénéficiaires), selon les modalités suivantes :

- (i) En règle, à concurrence d'une première « tranche » de pertes allant de USD 0 à USD 4,5 mia, les Etats bénéficient, s'il est fait appel à leur garantie, d'un recours direct en espèces contre Dexia. Aux fins de la détermination du franchissement de ce seuil de USD 4,5 mia, il est tenu compte non seulement des paiements effectués par Dexia ou les Etats concernant le portefeuille garanti mais aussi des montants payés par Dexia (hors garantie des Etats) au titre de l'option de vente consentie à FSAM sur les actifs exclus. Les sommes dues par Dexia portent intérêt à un taux égal au taux LIBOR augmenté du *spread* CDS⁴ cinq ans de Dexia jusqu'à leur remboursement.

⁴ Les CDS (*Credit Default Swap*) sont des instruments de couverture visant à se prémunir du risque de défaut d'une contrepartie ou d'instruments financiers sous-jacents.

- (ii) Pour une seconde « tranche » portant sur les recours des Etats au-delà de USD 4,5 mia, la créance de recours des Etats contre Dexia sera convertie en actions Dexia ordinaires ou en parts bénéficiaires.
- (iii) Ce mécanisme binaire connaît deux nuances :
 - (a) En cas d'appel à la garantie relatif à un exercice de l'option de vente pour survenance d'un défaut de liquidité au sein de la seconde tranche, Dexia dispose d'un délai de six mois pour rembourser les Etats en espèces (moyennant intérêt au taux visé au point (i)). De plus, en cas d'appel à la garantie relatif à un exercice de l'option de vente pour survenance d'un défaut de liquidité au sein de la première tranche, le montant payé par les Etats n'est pas imputé sur la première tranche durant un délai de six mois suivant le paiement et si Dexia rembourse ce montant (et les intérêts y relatifs) durant ledit délai de six mois, la première tranche n'en sera pas affectée.
 - (b) A l'inverse, tous paiements effectués par les Etats si la garantie est appelée suite à un défaut de collatéral donnent lieu à un remboursement en titres, quel que soit par ailleurs le niveau des paiements déjà effectués ou des pertes déjà encourues.
- (iv) Bien que les actifs exclus visés plus haut ne soient donc pas couverts par la garantie des Etats, les pertes subies sur ces actifs s'imputeront sur le montant de la "première tranche" de USD 4.5mia pour laquelle les Etats bénéficient d'un recours direct en espèces contre Dexia et au-delà de laquelle le recours des Etats s'exerce en titres constitutifs des fonds propres réglementaires de Dexia. La rapidité avec laquelle le seuil de la deuxième tranche de USD 4.5mia sera atteint pourra dès lors varier en fonction de la séquence chronologique selon laquelle seraient subies d'éventuelles pertes sur les actifs exclus et sur les actifs garantis, respectivement.
- **Warrants.** Dexia émettra à chacun des Etats des droits de souscription selon les modalités exposées ci-après. Les warrants seront émis pour une durée de cinq ans et leur ré-émission, moyennant l'annulation des warrants alors en circulation, sera soumise chaque année à l'assemblée générale. En cas d'absence de ré-émission des warrants, sauf si l'un ou les deux Etats ont voté contre cette ré-émission ou n'ont pas fait usage de leur droit de vote, s'ils avaient un droit de vote, la commission de garantie est, sous réserve d'une période de grâce d'un an, augmentée de 500 points de base par an pour une période de deux ans, payables par anticipation dans les 30 jours suivant le défaut de renouvellement, et cette pénalité sera ré-appliquée (et cumulée) chaque année aussi longtemps que les warrants ne sont pas ré-émis. Si les warrants sont ré-émis avant la fin de la période de grâce mentionnée ci-haut, cette augmentation ne sera pas due. Comme indiqué dans la Convention de Remboursement de Garantie, l'émission des warrants et leur éventuel exercice est un mécanisme permettant de limiter l'exposition totale de Dexia à une première tranche déterminée (comme exposé ci-après). Au-delà de cette tranche, les Etats effectueront les paiements nécessaires, à la place de Dexia. L'objectif poursuivi par l'émission

des warrants est de permettre que les Etats soient remboursés pour leur intervention, sans affecter négativement les fonds propres de Dexia ; suite à l'apport de leurs créances au capital de Dexia, les Etats seront remboursés par l'émission de nouveaux titres.

- **Parts bénéficiaires.** Dexia pourrait également émettre à la demande des Etats des parts bénéficiaires en lieu et place des actions. Cette possibilité vise à éviter que l'exercice des warrants place les Etats, seuls ou conjointement, dans les conditions d'une offre publique obligatoire. Les parts bénéficiaires seraient émises contre un prix d'émission égal au prix d'exercice des warrants, ne seraient pas assorties de droits de vote, donneraient droit à un dividende égal à la somme de (i) la moyenne pondérée du rendement des obligations à cinq ans émises par les Etats lors de l'émission des parts bénéficiaires, (ii) 3,00% et (iii) cinq fois la médiane des *spreads* CDS cinq ans de Dexia calculée sur la période du 1er janvier 2007 au 31 août 2008 (c'est-à-dire cinq fois 47bps). Elles seraient assorties d'une option de conversion en actions ordinaires de Dexia sur une base « une pour une ».⁵
- **Commission de garantie.** Dexia paiera aux Etats une commission de garantie au taux de 1,13% par an, calculée sur l'encours du portefeuille de FSAM (actifs exclus non-compris), plus une commission de 0,32% par an calculée sur le montant total des passifs au titre des GICs.
- **Durée.** La garantie des Etats au titre des défauts d'actifs ou d'insolvabilité de Dexia expire en 2035, sauf accord ultérieur des parties d'étendre la garantie à des conditions à convenir conformément aux modalités prévues dans la Convention de Remboursement de Garantie. La garantie au titre des défauts de liquidité et de collatéral expire le 31 octobre 2011.
- **Conditions suspensives.** La prise d'effet de la garantie des Etats sera subordonnée à la réalisation de certaines conditions suspensives, et notamment l'approbation de la garantie par la Commission européenne au titre du régime des aides d'Etat, l'obtention d'engagements de vote en faveur de l'émission des warrants de la part des principaux actionnaires de Dexia et la réalisation effective de la cession des activités d'assurances de FSA à Assured.
- **Mise en oeuvre.** L'émission des warrants et des parts bénéficiaires est un élément essentiel à la mise en oeuvre de la garantie et sera soumise à l'approbation de l'assemblée générale du 24 juin 2009.

4. MODALITES DES DROITS DE SOUSCRIPTION

Les principales modalités des droits de souscription seront les suivantes :

(A) **Nature des titres :** Droits de souscription (ou « warrants ») au sens des articles 496 et

⁵ Les termes et conditions détaillés des parts bénéficiaires figurent en Annexe B au présent rapport.

suivants du Code des sociétés.

(B) Forme des titres Les warrants sont nominatifs, et seront inscrits au nom de leur propriétaire dans le registre tenu par la Société conformément à l'article 460 C. Soc.

(C) Nombre de titres : Un warrant sera émis à chacun des Etats, donnant le droit de souscrire, en une ou plusieurs fois, des actions ordinaires de capital de Dexia pour un montant total maximum cumulé (capital et prime d'émission compris) égal à la contre-valeur en EUR de 60,5/97èmes de USD 13.000.000.000 pour le droit de souscription de l'Etat belge et la contre-valeur en EUR de 36,5/97èmes de USD 13.000.000.000 pour le droit de souscription de l'Etat français.

Chaque warrant peut être exercé en une ou plusieurs fois, et en cas d'exercice partiel le warrant subsistera pour le solde jusqu'à son exercice complet. L'assiette des warrants sera réduite à due concurrence après chaque exercice des warrants et après chaque émission de Parts Bénéficiaires A.

En cas d'exercice des warrants, les éventuels rompus seront arrondis à l'unité immédiatement inférieure et le solde éventuel correspondant à la fraction d'action non-émise ne sera pas remboursé.

(D) Sous-jacent : Actions ordinaires nouvelles de capital de Dexia SA, sans désignation de valeur nominale, entièrement libérées. Ces nouvelles actions bénéficieront du même droit au dividende, et auront les mêmes droit et jouissance à la même date, que les actions ordinaires de Dexia alors en circulation.

(E) Exercice et durée : (1) Les warrants seront exerçables uniquement par apport en nature à la Société des droits de recours des Etats contre la Société en vertu de la Convention de Remboursement de Garantie, si et lorsque, et à concurrence du montant (converti en EUR à la Date d'Exigibilité (telle que définie ci-après)) pour lequel, un tel recours est devenu exigible en vertu de la Convention de Remboursement de Garantie après prise en compte, le cas échéant, des facultés de paiement en espèces des recours relatifs à un appel à garantie pour défaut de liquidité, et expiration des délais relatifs à ces facultés, (un tel recours est ci-après désigné comme un « Recours Eligible » et la date à laquelle il devient exigible est désignée comme la « Date d'Exigibilité »).

Dans la mesure où Dexia disposera des informations pertinentes, elle notifiera aux Etats la survenance d'une Date d'Exigibilité, dans les deux jours ouvrables à compter du moment où le conseil d'administration ou le management de

Dexia aura connaissance de la survenance d'un tel événement. Chaque Etat titulaire de droits de souscription pourra adresser à Dexia une notice écrite d'exercice du droit (une « Notice d'Exercice ») à tout moment à partir de la Date d'Exigibilité, que Dexia leur ait ou non communiqué la survenance d'une Date d'Exigibilité.

Dexia effectuera une communication publique, dans le cadre de ses obligations d'information occasionnelle, dès réception d'une Notice d'Exercice.

La constatation de la réalisation effective de l'augmentation de capital consécutive à une Notice d'Exercice et l'émission des actions nouvelles seront constatées par deux administrateurs de la Société agissant conjointement, ou par l'administrateur délégué agissant seul, au plus tard des deux événements suivants: (i) le second jour ouvrable suivant l'expiration d'une période de 60 jours calendaires suivant la Date d'Exigibilité et (ii) le second jour ouvrable suivant la réception de la Notice d'Exercice (la date de cette émission étant désignée comme la « Date d'Emission »).

- (2) Les droits de souscription ont une maturité de cinq ans à partir de leur émission. Leur ré-émission sera proposée à l'assemblée générale chaque année, conformément à ce que prévoit le rapport du conseil d'administration relatif à l'émission des warrants.

(F) Prix d'exercice et modalités de paiement :

- (1) Le prix de souscription d'une action est égal au *volume weighted average price* de l'action Dexia sur le marché Euronext Brussels au cours des 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission (ou, si l'action Dexia n'est plus admise à la négociation sur Euronext Brussels durant cette période mais l'est sur un ou plusieurs autres marchés réglementés de l'Union Européenne, le *volume weighted average price* de l'action Dexia durant cette période sur le marché réglementé de l'Union Européenne le plus liquide sur lequel l'action Dexia est admise à la négociation avec l'accord de la Société).
- (2) Si l'action ordinaire Dexia n'est plus admise à la négociation sur aucun marché réglementé de l'Union Européenne durant cette période ou si l'action Dexia est toujours admise à la négociation sur un marché réglementé de l'Union Européenne pendant la période de 30 jours calendaires précédant le Date d'Emission mais ont été négociés pendant moins de 6 jours sur cette période de 30 jours calendaires, les actions seront émises à un prix de souscription correspondant à la valeur de marché de l'action Dexia, déterminée par une banque d'affaires

désignée conjointement par Dexia et les Etats (ou à défaut d'accord sur une telle désignation dans les 20 jours ouvrables suivant la réception d'une Notice d'Exercice, par un expert désigné par le président du tribunal de commerce de Bruxelles agissant à la demande de la partie la plus diligente). La procédure d'expertise se déroulera conformément à la Convention de Remboursement de Garantie, et la Date d'Emission sera, par exception au paragraphe E(1) ci-dessus, le dixième jour ouvrable à partir la détermination de la valeur de marché de l'action Dexia conformément à cette procédure.

- (3) Pendant les 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission (la « Période de Référence »), Dexia ne procédera à aucune distribution ou séparation de droits (tel un coupon de dividende ou droit de souscription préférentielle en relation avec l'émission de titres) en rapport avec les actions Dexia (un « Coupon »).
- (4) Dexia ne procédera pas à la séparation d'un Coupon entre le moment de détermination du dernier cours inclus dans la Période de Référence et le moment où les actions sont émises à la Date d'Emission.
- (5) Le prix de souscription sera également ajusté de manière à prendre en compte les divisions ou consolidations d'actions intervenues durant la Période de Référence.
- (6) Le prix de souscription sera acquitté par apport en nature du montant du Recours Eligible de l'Etat concerné contre Dexia. Cette créance sera apportée à sa valeur nominale, convertie en EUR au taux *spot* prévalant à la Date d'Exigibilité.

(G) Anti-dilution :

- (1) Nonobstant l'article 501, alinéa 1 C. Soc., Dexia pourra procéder à toute augmentation ou réduction de capital, et à toute émission de titres donnant accès au capital, sans que de telles opérations ne donnent lieu à ajustement, sauf dans les cas prévus au paragraphe F(2).
- (2) En cas d'augmentation de capital avec droit de préférence, le régime organisé par l'article 501, alinéa 2 C. Soc. trouvera à s'appliquer (pour autant qu'un Recours Eligible soit né, et, dans ce cas, à concurrence du montant de ce recours).

(H) Cessibilité :

Les droits de souscription sont incessibles.

(I) Admission à la négociation :

La Société fera le nécessaire pour demander que les actions nouvellement émises soient admises à la négociation dans les 90 jours suivant leur émission sur les marchés sur lesquels les actions de la

Société seront admises au jour de l'émission des actions.

5. RAISON D'ETRE DU PRESENT RAPPORT

5.1 Observation préalable - Non applicabilité du droit de préférence légal

L'augmentation de capital liée à l'exercice des warrants étant une augmentation de capital par apports en nature (des créances de recours des Etats contre Dexia au titre de leur garantie), le régime du droit de préférence organisé par les articles 592 et suivants C. Soc. ne trouve pas à s'appliquer. Il n'y a donc pas lieu de supprimer ce droit, et les formalités et conditions prévues par les articles 596 et 598 ne sont pas requises en l'espèce.

Dexia et les Etats sont néanmoins convenus de s'inspirer de l'article 598 C. Soc. (par lequel le législateur a cherché à protéger les actionnaires existants contre une dilution financière excessive lors d'une augmentation de capital réservée) et donc que, comme indiqué plus haut, le prix d'exercice des warrants sera égal au *volume weighted average price* de l'action Dexia sur le marché Euronext Brussels au cours des 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission, assurant ainsi que le prix d'émission des actions nouvelles soit établi en ayant égard à leur valeur de marché au moment de leur émission. Si les actions ordinaires Dexia ne sont plus admises à la négociation ou ont été négociées pendant moins de 6 jours pendant la période de 30 jours qui précèdent la Date d'Emission, les actions seront émises sur la base de la valeur de marché des actions Dexia, déterminée conformément à ce qui précède.

5.2 Emission de droits de souscription – article 583 C. Soc

Le présent rapport est établi conformément à l'article 583 alinéa 1 C. Soc., qui dispose que *« [en] cas d'émission [...] de droits de souscription, l'objet et la justification détaillée de l'opération sont exposés par le conseil d'administration dans un rapport spécial. Lorsque l'assemblée générale est appelée à délibérer, ce rapport est annoncé dans l'ordre du jour. Une copie peut en être obtenue conformément à l'article 535. »*

5.3 Emission d'actions en dessous du pair – article 582 C. Soc.

Le pair comptable actuel de l'action Dexia est égal à EUR 4,59 (le capital social étant égal à EUR 8.089.020.254,08 et représenté par 1.762.478.783 actions). Dans la mesure où le prix d'exercice des droits de souscription (et donc le prix d'émission des actions nouvelles sous-jacentes à ces droits), et le prix d'émission des Parts Bénéficiaires A qui pourront être converties en actions (au prix d'émission des Parts Bénéficiaires A), sera fixé au moment de l'exercice effectif des droits de souscription ou de l'émission effective des Parts Bénéficiaires A, et où le cours de clôture de l'action Dexia à la veille de la date du présent rapport est égal à EUR 4,60, il est possible que le prix d'exercice ou d'émission soit inférieur au pair comptable. L'émission des droits de souscription et des Parts Bénéficiaires A convertibles est donc soumise aux conditions et formalités prévues par le Code des sociétés en cas d'émission d'actions en dessous du pair comptable des actions anciennes de la même catégorie.

L'article 582 alinéa 2 C. Soc. dispose à cet égard que *« [l'] opération doit faire l'objet d'un rapport détaillé du conseil d'administration portant notamment sur le prix d'émission et sur les conséquences financières de l'opération pour les actionnaires »*.

5.4 Apport en nature – article 602 C. Soc.

Dans la mesure où le prix d'exercice des droits de souscription sera acquitté par apport en nature des droits de créance des Etats contre Dexia au titre de la garantie des Etats, l'augmentation de capital qui résultera de l'exercice des droits constitue une opération soumise au régime des articles 601 et suivants C. Soc., les formalités relatives aux apports en nature devant être observées au moment de l'émission des droits de souscription.

A cet égard, l'article 602 C. Soc. dispose notamment que :

« Au cas où l'augmentation de capital comporte des apports en nature, un rapport est préalablement établi [par le commissaire].

Ce rapport porte notamment sur la description de chaque apport en nature et sur les modes d'évaluation adoptés. Il indique si les estimations auxquelles conduisent ces modes d'évaluation correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie. Le rapport indique quelle est la rémunération effectivement attribuée en contrepartie des apports.

Ce rapport est joint à un rapport spécial dans lequel le conseil d'administration expose d'une part l'intérêt que présentent pour la société tant les apports que l'augmentation de capital proposée et d'autre part les raisons pour lesquelles éventuellement il s'écarte des conclusions du rapport annexé. »

Le rapport du commissaire prescrit par cette disposition a été établi en date du 12 mai 2009, et une copie en est jointe au présent rapport. Le conseil d'administration se rallie aux conclusions de ce rapport.

6. JUSTIFICATION DE L'OPERATION ET DU PRIX D'EXERCICE - CONSEQUENCES DE L'EMISSION DES DROITS DE SOUSCRIPTION POUR LES ACTIONNAIRES

6.1 Justification de l'opération

L'émission des droits de souscription est indissociablement liée à la cession des activités d'assurance de FSA. Ainsi qu'il a été rappelé au point 2 ci-dessus, la réduction pour Dexia du risque lié à l'activité d'assurances de FSA était une priorité essentielle pour la Société.

La cession de cette activité n'a toutefois été rendue possible que moyennant l'exclusion des activités *Financial Products* de FSA du périmètre de la vente et pour autant que Dexia en conserve la responsabilité. Or, dans la mesure où FSA Inc., qui porte l'activité d'assurance cédée, est elle-même garante à différents titres des actifs et passifs de l'activité *Financial Products*, l'exclusion de cette activité du périmètre de la vente suppose nécessairement que Dexia garantisse cette activité en manière telle qu'il ne doive être fait appel aux garanties données par FSA Inc. Eu égard d'une part au montant théorique important couvert par cette garantie et d'autre part à la situation financière de Dexia, Assured ne se serait pas satisfait d'une garantie de Dexia sans que celle-ci ne fût adossée à une contre-garantie des Etats. La possibilité, laissée théoriquement ouverte par les conventions passées avec Assured, de

fournir, en lieu et place de la garantie souveraine, du collatéral à hauteur de la différence entre les obligations au titre des GICs et la valeur de marché des actifs de FSAM diminuée d'un *haircut* n'est en réalité pas souhaitable du point de vue de Dexia, eu égard à ses ressources et aux exigences de collatéral pour ses propres besoins de financement et de refinancement.

Par ailleurs, eu égard aux exigences de solvabilité et de ratios de fonds propres minima qui s'imposent à Dexia, il n'eût pas été possible que Dexia soit potentiellement endettée vis-à-vis des Etats (à la mesure de leur droit de recours contre Dexia au titre de la garantie) à concurrence d'un montant qui dépasse USD 4,5 mia. Au 31 mars 2009, Dexia avait déjà constitué USD 2 mia de provisions. La conversion en actions du droit de recours des Etats en cas d'appel à la garantie au-delà de ce montant permet de préserver les fonds propres de Dexia en convertissant en titres constitutifs de fonds propres *Tier 1* cette créance des Etats.

En conséquence :

- (i) dans la mesure où la cession des activités d'assurances de FSA réduit le profil de risque de Dexia et, par le jeu du processus de sollicitations d'offres d'achat évoqué plus haut, a été conclue aux meilleures conditions possibles à l'époque et dans les circonstances perturbées sur les marchés financiers mondiaux et le secteur bancaire, cette cession est conforme à l'intérêt de la Société, et
- (ii) dans la mesure où, pour les raisons évoquées ci-avant, cette cession n'aurait pu avoir lieu sans l'intervention des Etats, et où l'émission des droits de souscription est un élément nécessaire de cette intervention, l'émission des droits de souscription est également conforme à l'intérêt de la Société.

6.2 Intérêt des apports en nature et de l'augmentation de capital

Pour les raisons de respect des ratios de fonds propres évoqués au paragraphe précédent, il est essentiel que les éventuelles créances des Etats au-delà de la première tranche de USD 4,5 mia soient converties en capital et ne puissent être exécutées en espèces. L'apport en nature de ces créances, et le renforcement des fonds propres qui résultera de l'augmentation de capital consécutive à cet apport, sont donc dans l'intérêt de la Société.

Par ailleurs, il se justifie également de prévoir que la créance des Etats soit apportée à sa valeur nominale, quelle que soit la situation financière de Dexia au moment de l'exercice des warrants et de la réalisation effective de l'apport de la créance. En effet, dans le chef de Dexia, bénéficiaire de l'apport de créance, cette créance ne peut par définition pas valoir moins que sa valeur nominale, puisque suite à l'apport sa situation financière s'améliore à concurrence du montant de la dette qui s'éteint pour le même montant. En d'autres termes, il se justifie dans le chef de Dexia d'accepter un apport de la créance à 100% de sa valeur nominale, puisque cet apport se traduira par une annulation, au bilan de Dexia de 100% de la dette correspondante et donc une amélioration de la situation financière de Dexia à concurrence du même montant. En toute hypothèse, si l'évaluation de la créance à la date du présent rapport devait être appréciée en termes de valeur économique de ladite créance (soit sa valeur de marché), le résultat serait équivalent à celui résultant de l'évaluation de la créance à sa valeur nominale.

6.3 Prix d'exercice / prix d'émission des actions nouvelles

Ainsi qu'il a été rappelé plus haut, une augmentation de capital par apport en nature telle que celle qui résultera de l'exercice des droits de souscription n'est pas soumise au régime du droit de préférence légal. Ainsi, ni l'émission des droits de souscription ni leur exercice ne sont soumis à la règle de prix minimum de l'article 598 C. Soc., le droit de préférence n'étant en l'espèce ni supprimé ni limité. Dexia et les Etats sont néanmoins convenus que le prix d'exercice des droits, et donc le prix d'émission des actions nouvelles, serait déterminé en fonction de la valeur de marché de l'action Dexia au moment de l'émission des actions nouvelles : le prix d'exercice sera égal au *volume weighted average price* de l'action Dexia sur le marché Euronext Brussels au cours des 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission.⁶ Si les actions ordinaires de Dexia ne sont plus admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union Européenne ou ont été négociées pendant moins de 6 jours pendant la période de 30 jours qui précèdent la Date d'Emission, les actions seront émises sur la base de leur valeur de marché déterminée conformément au paragraphe 4(F).

Les conditions des warrants prévoient que les créances de recours des Etats sont apportées à leur valeur nominale et que cet apport est rémunéré par l'émission d'un nombre d'actions égal au montant du recours apporté divisé par le prix d'exercice des warrants (c'est-à-dire le prix d'émission des actions) déterminé de la manière rappelée ci-dessus. Cette méthodologie aboutit nécessairement et logiquement à ce que, sur la base de ce prix d'émission (qui se fonde sur la *volume weighted average price* des 30 jours précédant l'émission des actions) la valeur globale des actions émises en rémunération de l'apport corresponde à la valeur de la créance apportée. Le prix d'émission des Parts Bénéficiaires A sera fixé de la même manière et leur conversion éventuelle en actions se fera sur la base de une action Dexia pour une Part Bénéficiaire A.

6.4 Conséquences pour les actionnaires

Dans la mesure où (i) le prix d'exercice des droits de souscription n'est pas encore connu (puisque'il sera déterminé au moment de l'exercice), (ii) le montant en USD de la créance des Etats pouvant être convertie en actions par le biais des droits de souscription n'est pas connu (puisque'il sera fonction de l'appel éventuel à la garantie des Etats au-delà de la première tranche de USD 4,5 mia pour les pertes sur actifs et la liquidité ainsi que des éventuels appels à garantie relatifs à des défauts de collatéral à partir du premier euro), et (iii) le montant en euros de cette créance – à supposer que le montant en USD en soit connu, *quod non* – dépendra du taux de change EUR/USD prévalant au moment du recours à la garantie, il n'est pas possible de déterminer avec précision, à la date du présent rapport le montant de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice des droits de souscription et les conséquences financières (tant en termes de dilution actionnariale que de dilution financière) pour les actionnaires. Ce raisonnement vaut aussi, *mutatis mutandis*, en cas de conversion éventuelle des Parts Bénéficiaires A.

⁶ La rémunération de l'apport en nature de la créance des Etats sera donc égale à un nombre d'actions ordinaires de la société qui sera déterminé en fonction des paramètres décrits ci-dessus (et notamment la *volume weighted average price* de l'action Dexia des 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission sur le marché Euronext Brussels) tels que prévalant au moment de l'apport.

En outre, et plus fondamentalement, le risque de dilution actionnariale et financière doit s'apprécier au regard de la probabilité que les droits de souscription soient jamais exercés et s'ils le sont, dans quelle proportion. Cette probabilité est elle-même fonction de la probabilité qu'il soit fait appel à la garantie dans des conditions aboutissant à un recours en actions. Le conseil relève à cet égard les éléments suivants :

- **Risque de défaut sur actifs.** En ce qui concerne les éventuels appels à la garantie pour défaut sur actifs, les droits de souscription ne seront exerçables que si les défauts (calculés sur l'ensemble du portefeuille FSAM) dépassent USD 4,5 mia. Or les estimations conservatrices de pertes économiques (c'est-à-dire de pertes sur les actifs s'ils sont conservés jusqu'à leur maturité) réalisées par Dexia ou par des experts externes sont significativement inférieures à ce montant. Le montant total provisionné par Dexia au titre de ce portefeuille s'élève au 31 mars 2009 à USD 2 mia.

Par ailleurs, le taux de défaut effectif actuel du portefeuille demeure, malgré les conditions de marché extrêmement détériorées, relativement limité : les pertes et défauts effectivement constatés à fin mars 2009 s'élèvent à USD 13 mio, soit à peine 0,07% de la valeur au pair du portefeuille.

Comme rappelé plus haut, les pertes éventuelles sur les actifs exclus s'imputeront sur le montant de la "première tranche" de USD 4,5mia.

Sur ces bases, il paraît à ce stade, eu égard au niveau de la *first loss* et sur la base des informations actuellement en la possession de Dexia, relativement peu probable qu'il soit fait appel à la garantie pour défaut d'actifs dans des proportions qui aboutiraient à ce que les warrants deviennent exerçables pour des montants significatifs.

- **Risque de défaut de liquidité.** Dexia, par ses filiales DBB et DCL, s'est engagée à fournir des liquidités à FSAM en vertu d'une part de conventions de crédit et d'autre part d'accords d'échanges de titres. Les Etats garantissent, jusqu'au 31 octobre 2011, les obligations de Dexia au titre de ces conventions et d'éventuelles nouvelles conventions de liquidité qui seraient accordées à FSAM dans le cadre de la garantie.

Il convient de noter d'abord à cet égard que les besoins de liquidité de FSAM que Dexia pourrait être amenée à couvrir ne pourraient jamais dépasser le montant du passif total des GICs, qui s'élevait à USD 13,5 mia à fin mars 2009 et continue de décroître à mesure que les GICs atteignent leur maturité ou deviennent remboursables, et, selon les estimations de Dexia, ce passif devrait s'établir autour de USD 6,5 mia à fin 2011.

Ensuite, le risque que Dexia fasse défaut à ses obligations en vertu de ces conventions d'ici à octobre 2011 est limité, *a fortiori* dans des proportions supérieures au seuil de USD 4,5 mia qui entraînerait exercice des warrants. Dexia tient en effet compte des engagements rappelés ci-dessous dans le cadre de la gestion générale de ses besoins de liquidité, et a en outre la faculté de procéder, en principe jusqu'au 31 octobre 2009 (sauf décision de la Commission européenne en sens contraire) à des émissions et financement garantis par les Etats en vertu de la Convention de Garantie Autonome du 9 décembre 2008.

- **Risque de défaut de collatéral.** Comme indiqué plus haut, les recours des Etats au titre d'éventuels appels à garantie pour défaut de collatéral sont convertibles en titres dès le premier euro. Toutefois, la probabilité d'un défaut de collatéral peut également être relativisée. Dexia effectuera en effet des tests de collateral à partir de la fin septembre 2011 pour identifier d'éventuels besoins et protéger FSA contre un défaut de Dexia à l'expiration des garanties de liquidité et de collatéral.

Sur le plan théorique, le besoin de collatéral en octobre 2011 sera égal à la différence positive entre le montant du passif des GICs majoré d'un montant correspondant aux frais de gestion du portefeuille de FSAM en mode « *run-off* » (le « Montant Indépendant ») d'une part, et la valeur de marché des actifs « éligibles » du portefeuille, diminuée d'un « *haircut* », d'autre part. Sur la base des informations actuellement à la disposition de Dexia, le montant attendu des passifs au titre des GICs en octobre 2011 devrait être de l'ordre de USD 6,5 mia. La détermination des actifs éligibles, de leur valeur de marché et du *haircut* qui leur sera appliqué, ainsi que du Montant Indépendant dépendront des négociations à intervenir avec les Etats, Assured et les agences de notation, mais Dexia s'attend *a priori* à ce que les besoins de collatéral puissent être assurés par les ressources propres de Dexia.

Les considérations qui précèdent amènent le conseil à considérer que la probabilité d'un appel à garantie dans des proportions très importantes, et donc la probabilité d'un exercice des warrants pour une quotité significative de leur assiette maximum théorique, est, sur la base des éléments dont le conseil dispose à l'heure actuelle, limitée.

A titre purement illustratif, néanmoins, à supposer un appel à la garantie pour défaut d'actifs à concurrence d'un montant total de USD 7 mia, dont USD 4,5 mia imputés sur la première tranche et un surplus de USD 2,5 mia donnant lieu à exercice des warrants, et à supposer que le prix d'exercice des warrants soit égal à EUR 3,77 (soit la moyenne des cours de clôture de l'action Dexia au cours de la période de 30 jours prenant fin le vendredi 8 mai 2009) et que le taux de change USD/EUR soit de 1 : 1,36, l'exercice des warrants donnerait lieu à l'émission de 487.595.568 actions nouvelles (égal à un montant de recours en euros de 1.838.235.294 divisé par un prix d'émission de EUR 3,77). Sur la base du nombre d'actions Dexia actuellement émises (1.762.478.783), la quote-part du capital des actionnaires existants serait ramenée à 78,3%. Outre la dilution actionnariale, la dilution financière réelle pour les actionnaires de Dexia au jour de l'émission des warrants, résultant de l'exercice des warrants sera bien entendu également fonction du niveau du prix d'exercice (inconnu à ce jour) des warrants par rapport au cours de bourse actuel.

7. CONCLUSIONS

Sur la base des considérations qui précèdent, le conseil d'administration estime que l'émission de droits de souscriptions aux conditions décrites ci-avant est conforme à l'intérêt de la Société.

* *

**ANNEXE A - RAPPORT DU COMMISSAIRE ETABLI CONFORMEMENT AUX ARTICLES 602 ET 582 C.
SOC.**

ANNEXE B – TERMES ET CONDITIONS DES PARTS BENEFICIAIRES A

(A) Nature des titres : Les Parts Bénéficiaires A sont des parts bénéficiaires au sens de l'article 483 C. Soc. Elles ne représentent pas le capital social de la Société.

Les Parts Bénéficiaires A sont perpétuelles, elles n'ont pas de date de remboursement fixe.

Les Parts Bénéficiaires A feront l'objet d'une Convention de Remboursement de Garantie conclue entre l'Etat belge, l'Etat français (les « Etats ») et Dexia SA (la « Convention de Remboursement de Garantie »).

Les Parts Bénéficiaires A ne pourront être remboursées que (i) en conformité avec les exigences réglementaires applicables, (ii) avec l'accord de la CBFA, et (iii) pour autant qu'aucun Evènement de Déficience de l'Actif Net (tel que défini ci-après) n'a ou n'aurait lieu, avant ou suite à un tel remboursement.

Une fois remboursées, les Parts Bénéficiaires A n'ont plus le droit à recevoir des distributions subséquentes ou à bénéficier d'autres droits.

(B) Forme des titres Les Parts Bénéficiaires A sont nominatives, et seront inscrites au nom de leur propriétaire dans le registre tenu par la Société conformément à l'article 460 C. Soc. Le registre des Parts Bénéficiaires A devra également reprendre les cas de cession tels que prévus au point J de ces termes et conditions.

- (C) Apports**
- (1) Les Parts Bénéficiaires A seront émises par la Société par apport à la Société des droits de recours des Etats contre la Société en vertu de la Convention de Remboursement de Garantie, si et lorsque, et à concurrence du montant (converti en EUR à la Date d'Exigibilité (telle que définie ci-après)) pour lequel, un tel recours est devenu exigible en vertu de la Convention de Remboursement de Garantie après prise en compte, le cas échéant, des facultés de paiement en espèces des recours relatifs à un appel à garantie pour défaut de liquidité, et expiration des délais relatifs à ces facultés, (un tel recours est ci-après désigné comme un « Recours Eligible » et la date à laquelle il devient exigible est désignée comme la « Date d'Exigibilité »).
 - (2) Les apports ainsi effectués seront comptabilisés à un poste de réserve indisponible, qui ne pourra être réduit qu'en conformité avec les articles 612 et suivants du

Code des sociétés, étant entendu toutefois qu'en cas de conversion ultérieure des Parts Bénéficiaires A en actions ordinaires conformément au point (I), cette réserve indisponible sera incorporée au capital, et, le cas échéant, au poste de prime d'émission.

- (3) Le montant maximal des créances de recours pouvant être apportées et rémunérées par les Parts Bénéficiaires A est de USD 13 mia (le «Montant Maximal»), ajusté le cas échéant à la baisse à concurrence des montants (en USD) des recours des Etats apportés à Dexia en capital et en prime d'émission lors de l'exercice de warrants. Après chaque émission de Parts Bénéficiaires A, le Montant Maximal sera ajusté à la baisse à concurrence du montant en USD de l'apport effectué.

(D) Nombre de titres

- (1) Le nombre maximum de Parts Bénéficiaires A pouvant être émises est déterminé conformément aux dispositions de l'article 4bis des statuts.
- (2) Le nombre de Parts Bénéficiaires A émises lors d'une émission donnée sera égal à (x) le montant du Recours Eligible à cette date, divisé par (y) le Prix d'Emission (tel que défini ci-après).

(E) Prix d'émission

- (1) Le prix de souscription d'une Part Bénéficiaire A est égal au *volume weighted average price* de l'action Dexia sur le marché Euronext Brussels au cours des 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission (ou, si l'action Dexia n'est plus admise à la négociation sur Euronext Brussels durant cette période, mais l'est sur un ou plusieurs autres marchés réglementés de l'Union Européenne, le *volume weighted average price* de l'action Dexia durant cette période sur le marché réglementé de l'Union Européenne le plus liquide sur lequel l'action Dexia est admise à la négociation avec l'accord de la Société).
- (2) Si l'action ordinaire Dexia n'est plus admise à la négociation sur aucun marché réglementé de l'Union Européenne durant cette période ou si l'action Dexia est toujours admise à la négociation sur un marché réglementé de l'Union Européenne pendant la période de 30 jours calendaires précédant le Date d'Emission mais ont été négociés durant moins de 6 jours sur cette période de 30 jours calendaires, les Parts Bénéficiaires A seront émises à un Prix d'Emission correspondant à la valeur de marché de l'action Dexia, déterminée par une banque

d'affaires désignée conjointement par Dexia et les Etats (ou à défaut d'accord sur une telle désignation dans les 20 jours ouvrables suivant la réception d'une Notice d'Exercice, par un expert désigné par le président du tribunal de commerce de Bruxelles agissant à la demande de la partie la plus diligente). La procédure d'expertise se déroulera conformément à la Convention de Remboursement de Garantie, et la Date d'Emission sera, par exception au paragraphe F ci-dessous, le dixième jour ouvrable à partir la détermination de la valeur de marché de l'action Dexia conformément à cette procédure.

- (3) Pendant les 30 jours calendaires précédant la Date d'Emission (la « Période de Référence »), Dexia ne procédera à aucune distribution ou séparation de droits (tel un coupon de dividende ou droit de souscription préférentielle en relation avec l'émission de titres) en rapport avec les actions Dexia (un « Coupon »).
- (4) Le Prix d'Emission sera également ajusté de manière à prendre en compte les divisions ou consolidations d'actions intervenues pendant la Période de Référence.
- (5) Le Prix d'Emission sera acquitté par apport en nature du montant du Recours Eligible de l'Etat concerné contre Dexia. Cette créance sera apportée à sa valeur nominale, convertie en EUR au taux *spot* prévalant à la Date d'Exigibilité..

(F) Emission

Dans la mesure où Dexia disposera des informations pertinentes, elle notifiera aux Etats la survenance d'une Date d'Exigibilité, dans les deux jours ouvrables à compter du moment où le conseil d'administration ou le management de Dexia aura connaissance de la survenance d'un tel événement. Chaque Etat pourra adresser à Dexia une notice écrite demandant la conversion de son Recours Eligible (tel que défini dans la Convention de Remboursement de Garantie) en Parts Bénéficiaires A (une « Notice d'Exercice ») à tout moment à partir de la Date d'Exigibilité, que Dexia leur ait ou non communiqué la survenance d'une Date d'Exigibilité.

Dexia effectuera une communication publique, dans le cadre de ses obligations d'information occasionnelle, dès réception d'une Notice d'Exercice.

L'émission effective des Parts Bénéficiaires A interviendra au plus tard des deux événements suivants: (i) le second jour ouvrable suivant l'expiration d'une période de 60 jours

calendaires suivant la Date d'Exigibilité et (ii) le second jour ouvrable suivant la réception de la Notice d'Exercice (la date de cette émission étant désignée comme la « Date d'Emission »).

Deux administrateurs de la Société ou deux membres du comité de direction, agissant conjointement, ou l'administrateur délégué agissant seul, sont habilités à émettre des Parts Bénéficiaires A, suite à la réception par la Société d'une Demande d'Emission, en une ou plusieurs fois jusqu'à ce que le Montant Maximal soit égal à zéro.

(G) Droit de vote

Les porteurs de Parts Bénéficiaires A n'ont pas de droit de vote en cette qualité, sauf dans les hypothèses et aux conditions prévues par le Code des sociétés.

(H) Dividende

Les détenteurs de Parts Bénéficiaires A ont droit à un dividende annuel tel que décrit ci-dessous, sous réserve de l'existence de bénéfices distribuables conformément au Code des sociétés et pour autant qu'à la date d'une telle distribution aucun Evènement de Déficience de l'Actif Net (tel que défini ci-après) n'a ou n'aurait lieu, avant ou suite à une telle distribution de dividendes, auquel cas Dexia ne serait pas tenu payer un tel dividende. Ces distributions de dividende annuel seront réalisées en priorité à toute distribution sur des titres ou engagements junior ou pari passu de Dexia.

Dexia peut décider (mais n'est pas obligée) de ne pas payer de dividende annuel, à condition toutefois (i) qu'aucun dividende n'ait été préalablement payé et aucune distribution n'ait été préalablement effectuée par Dexia sur des titres ou engagements junior ou pari passu de Dexia au cours des douze derniers mois, (ii) que Dexia n'ait pas remboursé, racheté ou acquis des titres ou engagements junior ou pari passu de Dexia au cours des douze derniers mois, et (iii) qu'aucun Evènement de Déficience de l'Actif Net n'ait eu lieu.

Le dividende annuel est égal à la somme de (i) la moyenne pondérée du rendement des obligations à cinq ans émises par les Etats lors de l'émission des Parts Bénéficiaires A, (ii) 3,00% et (iii) cinq fois la médiane des *spreads* CDS cinq ans de Dexia calculée sur la période du 1er janvier 2007 au 31 août 2008 (c'est-à-dire cinq fois 47bps).

En cas d'exercice de la faculté de conversion reprise ci-dessous ou en cas de remboursement, les Parts Bénéficiaires A perdront tout droit à participer aux dividendes non-déclarés à la date de conversion.

Si une distribution de dividendes n'a pas eu lieu en vertu de la condition décrite ci-dessus ou en cas d'insuffisance de bénéfices distribuables conformément au Code des sociétés, la distribution sera définitivement perdue et les porteurs de Parts Bénéficiaires A auront définitivement perdu tout droit à une telle distribution.

Un « Evènement de Déficience de l'Actif Net » signifie :

- (a) Une réduction de l'actif net de Dexia en dessous du montant de son capital libéré augmenté des réserves indisponibles, tel que déterminé conformément à, ou en appliquant la méthode de calcul de, l'article 617 du Code des sociétés relatif à la distribution de dividendes ;
- (b) La survenance d'un Evènement de Supervision (tel que défini ci-après); ou
- (c) Une réduction des fonds propres sensu stricto de Dexia tel que décrits dans ses comptes consolidés à moins de 5% des actifs pondérés en fonction des risques de Dexia calculés conformément à l'Arrêté de la Commission bancaire, financière et des Assurances du 17 octobre 2006 concernant le règlement relatif aux fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, approuvé par l'arrêté ministériel du 27 décembre 2006 (« l'Arrêté de 2006 »).

L'actif net doit être compris (sous réserve de toute modification de l'article 617 du Code des sociétés) comme le montant total des actifs tels qu'ils apparaissent dans le bilan (non-consolidé) de Dexia après déduction des provisions, des dettes (le montant nominal des Parts Bénéficiaires non-compris), des frais de formation n'ayant pas encore été entièrement amortis et des frais de recherche et de développement n'ayant pas encore été entièrement amortis.

Un « Evènement de Supervision » sera réputé survenir :

- (a) Si le montant total des fonds propres, sur une base « *stand-alone* » non consolidée ou sur une base consolidée, diminue en dessous du montant minimum requis pour les compagnies financières ou les établissements de crédit conformément aux règles de solvabilité énoncées dans les règlements bancaires européens actuels et futurs et dans les directives de Bâle tels qu'actuellement incorporés dans l'article III.1, 3° de l'Arrêté de 2006;
- (b) Si le montant des fonds propres (*core tier 1 regulatory*)

capital) de Dexia sur une base « *stand alone* » non-consolidée ou sur une base consolidée, diminuée en dessous des 5/8 du montant total du capital requis par l'article III.1,3° de l'Arrêté de 2006;

- (c) Si l'article 633 du Code des sociétés doit être appliqué suite à une diminution de l'actif net de Dexia en dessous de 50 pour cent du capital social ;
- (d) Si l'article 23 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit (la « Loi du 22 mars 1993 ») devient applicable suite à la réduction du capital de Dexia en dessous du capital minimum stipulé par la Loi du 22 mars 1993 (qui, à cette date, impose un capital minimum de EUR 6,2 millions); ou
- (e) au choix de la CBFA, si l'article 57 §1 de la Loi du 22 mars 1993 est devenu applicable et si la CBFA a imposé des mesures exceptionnelles conformément à cette disposition.

Toutes références à l'Arrêté de 2006, à la Loi du 22 mars 1993 et aux dispositions de ceux-ci seront réputées faire référence à ces instruments tels qu'ils pourraient être modifiés par d'autres lois, règlements ou dispositions.

(I) Conversion

Les Parts Bénéficiaires A sont convertibles à tout moment au choix des Etats, en actions ordinaires Dexia, une pour une. Le nombre de Parts Bénéficiaires A effectivement émises et en circulation sera adapté en cas de division de l'action ordinaire Dexia ou de survenance de tout autre événement affectant négativement le rapport de conversion.

Les actions ordinaires nouvelles de capital de Dexia seront émises sans désignation de valeur nominale, entièrement libérées. Ces nouvelles actions bénéficieront du même droit au dividende, et auront les mêmes droits et jouissance à la même date, que les actions ordinaires de Dexia alors en circulation.

Deux administrateurs de la société ou deux membres du comité de direction, agissant conjointement, ou l'administrateur délégué agissant seul sont habilités à constater, en une ou plusieurs fois, la réalisation effective de l'augmentation de capital résultant de la conversion de Parts Bénéficiaires A en actions.

La Société fera le nécessaire pour demander que les actions nouvellement émises soient admises à la négociation dans les 90 jours suivant leur émission sur les marchés sur lesquels les

actions de la Société seront admises au jour de l'émission des actions.

(J) Cessibilité

Les Parts Bénéficiaires A sont incessibles. Elles peuvent toutefois, moyennant notification écrite préalable à la Société, être cédées ou transférées par chacun des Etats à une ou plusieurs personnes morales de droit public ou privé contrôlées par cet Etat.

(K) Rang

Les Parts Bénéficiaires A constituent des engagements subordonnés non privilégiés de la Société. En cas de concours des créanciers sur la totalité de l'actif de la Société, les droits des détenteurs de Parts Bénéficiaires A prendront rang (i) après ceux de tous les créanciers de rang senior et subordonné de la Société, (ii) pari passu avec ceux des créanciers de la Société qui sont spécifiquement définis de même rang, et (iii) avant les actionnaires et ceux dont les créances peuvent représenter des créances de rang junior de la Société⁷.

En cas de liquidation de la Société, les porteurs de Parts Bénéficiaires A recevront en remboursement de celles-ci par Dexia un montant égal au prix d'émission ; ils n'auront toutefois aucun droit de participer à la distribution du boni de liquidation.

(L) Droits de préférence

Les porteurs de Parts Bénéficiaires A ne bénéficieront pas, en cette qualité, de droits de préférence lors d'émissions futures par la Société d'actions, de droits de souscription, d'obligations convertibles, d'autres parts bénéficiaires ou de toute autre catégorie de titres.

(M) Cotation

Les Parts Bénéficiaires A ne seront pas admises à la négociation sur un marché réglementé ou non-réglementé.

(N) Ajustements

Dexia et les Etats négocieront de bonne foi tout ajustement aux modalités des Parts Bénéficiaires A qui serait rendu nécessaire pour répondre aux exigences des autorités de contrôle en matière de traitement *Tier 1*.

(O) Droit applicable

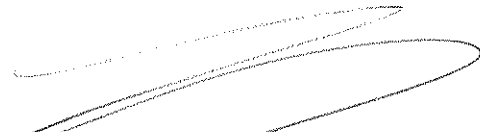
Les Parts Bénéficiaires A sont régies par le droit belge. Tout litige relatif aux Parts Bénéficiaires A relèvera de la compétence exclusive des cours et tribunaux de Bruxelles.

⁷ Les créances de rang junior de la Société sont constituées à ce jour uniquement des actions ordinaires de la Société.

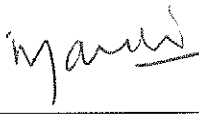
*

Fait à Bruxelles le 12 mai 2009.

Pour le conseil d'administration



Jean-Luc Dehaene
Président du conseil d'administration



Pierre Mariani
Administrateur-délégué

Annexes :

- A. Rapport du commissaire établi conformément aux articles 602 et 582 C. Soc.
- B. Termes et conditions des parts bénéficiaires.