

Dexia SA

Augmentation de capital par apport en nature et, le cas échéant, sous le pair comptable

Rapport du Commissaire

(Rapport en application des articles 582 et 602 du Code des Sociétés)

Table des matières

1. Introduction.....	3
2. Identification de la société	5
3. Identification de la transaction	8
4. Description des éléments constituant l'apport	18
5. Méthode d'évaluation adoptée	19
6. Rémunération reçue en échange de l'apport	20
7. Contrôles effectués.....	24
8. Evenements subsequents.....	25
9. Conclusion	26

1. INTRODUCTION

En application des articles 582 et 602 du Code des sociétés, nous avons l'honneur de vous faire rapport sur la proposition d'une augmentation de capital de la société Dexia SA conditionnée par l'exercice de droits de souscription («warrants») par apport en nature à l'occasion de laquelle des nouvelles actions pourraient être émises sous le pair comptable des actions existantes. L'apport en nature qui pourra être fait dans le futur sera constitué de l'apport de tout ou partie de la créance que l'Etat belge et l'Etat français auront, au moment de l'apport, vis-à-vis de Dexia SA suite à leur intervention au titre de la Convention de Garantie et la Convention de Remboursement de Garantie conclues le 30 juin 2009 dans le cadre de la cession des activités d'assurance de FSA.

Cette augmentation de capital pourra également être organisée par la conversion en parts bénéficiaires, selon les modalités décrites dans le rapport spécial du conseil d'administration du 12 mai 2009 et notre rapport émis à la même date lors de la première émission de warrants dans le cadre de la cession des activités d'assurance de FSA. L'objet du présent rapport porte sur la deuxième réémission annuelle de ces warrants telle que prévue dans la Convention de Garantie et la Convention de Remboursement de Garantie. La première émission de droits de souscription a été décidée par l'assemblée générale extraordinaire de Dexia du 24 juin 2009.

Le texte de l'article 602 Code des sociétés est le suivant:

" Au cas où l'augmentation de capital comporte des apports en nature, un rapport est préalablement établi, soit par le commissaire, soit, pour les sociétés qui n'en ont pas, par un réviseur d'entreprises désigné par le conseil d'administration.

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.

(...)"

Le but de notre rapport est donc d'informer les actionnaires de la société sur l'application des méthodes utilisées par les administrateurs pour la détermination de la valeur de l'apport et de déterminer si, dans les circonstances données, ces méthodes sont justifiées par les principes de l'économie d'entreprise. Nous n'avons donc pas fait d'estimation de la valeur de l'apport ni de la rémunération attribuée, et ne nous prononçons pas sur le caractère légitime et équitable de l'opération.

Le texte de l'article 582 Code des sociétés est le suivant:

" Lorsque l'émission d'actions sans mention de valeur nominale en dessous du pair comptable des actions anciennes de la même catégorie est à l'ordre du jour d'une assemblée générale, la convocation doit le mentionner expressément.

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. Un rapport est établi par un commissaire ou à défaut, par un réviseur d'entreprise désigné par le conseil d'administration, ou par un expert-comptable externe désigné de la même manière, par lequel il déclare que les informations financières et comptables contenues dans le rapport du conseil d'administration sont fidèles et suffisantes pour éclairer l'assemblée générale appelée à voter cette proposition.

(...)"

L'augmentation de capital liée à l'exercice des warrants étant une augmentation de capital par apport en nature (apport 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 Code des sociétés 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 Code des sociétés ne sont pas requises en l'espèce.

Notre rapport porte sur:

- L'identification de la société;
- L'identification de la transaction;
- La description de l'apport en nature;
- La méthode d'évaluation retenue;
- La rémunération reçue en échange de l'apport;
- Les contrôles effectués;
- Les événements subséquents; et
- La conclusion.

Le présent rapport a été préparé à l'usage exclusif des actionnaires de la société dans le cadre de l'augmentation de capital par apport en nature et, le cas échéant, sous le pair comptable et ne peut être utilisé à d'autres fins.

2. IDENTIFICATION DE LA SOCIÉTÉ

La société anonyme Dexia a été constituée sous la dénomination «Crédit Communal-Holding», par acte reçu le 15 juillet 1996, par le notaire Herwig Van de Velde, membre de la société civile à forme de société privée à la responsabilité limitée dénommée «Van de Velde & Guillemin, Notaires associés» ayant résidé à Bruxelles, publié à l'annexe au Moniteur belge du 30 juillet 1996 sous les n° 960731-145 et 146.

La société a établi son siège social à 1210 Bruxelles, Place Rogier 11. Le numéro d'entreprise de la société est le 0458 548 296.

L'objet social de la société est décrit comme suit:

“ La société a pour objet, tant en Belgique qu'à l'étranger:

- 1. l'acquisition, la détention, la gestion et la cession, de quelque manière que ce soit, de toutes participations dans des sociétés ou toutes autres personnes morales, quelle que soit leur forme juridique, existantes ou à constituer, qui exercent des activités d'établissement de crédit, d'entreprises d'assurances ou de réassurance ou qui exercent des activités financières, industrielles, commerciales ou civiles, administratives ou techniques, de même que de toutes sortes d'actions, d'obligations, de fonds publics et tous autres instruments financiers de quelque nature que ce soit ;*
- 2. la fourniture de services d'assistance ou de gestion administrative, commerciale et financière et l'accomplissement de tous travaux d'étude au bénéfice de tiers et en particulier au bénéfice de sociétés et autres personnes morales, quelle que soit leur forme juridique, dans lesquelles elle détient directement ou indirectement une participation, de même que la fourniture de prêts, avances, garanties ou cautions, sous quelque forme que ce soit;*
- 3. l'accomplissement de toutes opérations mobilières, immobilières, financières, industrielles, commerciales ou civiles, en ce compris l'acquisition, la gestion, la location et la cession de tous biens mobiliers et immobiliers, qui se rapportent directement ou indirectement à la réalisation de son objet social ou qui sont de nature à en favoriser la réalisation.”*

2.1. Le capital social de DEXIA SA

Au 31 décembre 2010, le capital social s'élève à 8.441.935.648,09 EUR représenté par 1.846.406.433 actions sans valeur nominale, dont 327.854.624 actions nominatives, 1.508.960.651 actions dématérialisées et 9.591.069 actions (physiques) au porteur. Les actions sont cotées sur Euronext Bruxelles, Euronext Paris et à la Bourse de Luxembourg.

2.2. Le capital autorisé de DEXIA SA

L'assemblée générale extraordinaire du 13 mai 2009 a décidé d'annuler le solde non utilisé du capital autorisé existant à la date de l'assemblée générale et de créer un nouveau capital autorisé d'un montant de 8 080 000 000 EUR à cette même date pour une période de 5 ans, décision entrée en vigueur le 27 mai 2009. Au cours de l'exercice 2010, le conseil d'administration n'a pas fait usage du capital autorisé.

2.3. Relevé des plans de warrants en cours (droits de souscriptions)

Le tableau récapitulatif des droits de souscription («WARRANTS») DEXIA non exercés au 31 décembre 2010 et liés aux plans d'option émis avant 2011, est repris ci-dessous:

	Prix d'émission (en EUR) ⁽⁵⁾	Période d'exercice		Nombre de warrants octroyés	Nombre de warrants exercés	Nombre de warrants annulés car caducs	Nombre de warrants résiduels avant cession ⁽⁵⁾
		du	au				
Warrants attribués en 2001							
Warrants « ESOP 2001 »	17,05	30 juin 2004	31 déc. 2011 ⁽¹⁾	8 100 000	2 715 038	115 750	5 520 100
Warrants attribués en 2002							
Warrants « ESOP 2002 »	13,04/11,34 ⁽²⁾	30 sept. 2005	23 juillet 2012 ⁽¹⁾	10 000 000	5 541 057	234 774	4 425 298
	13,04						1 172 215
	11,34						3 253 083
Warrants attribués en 2003							
Warrants « ESOP 2003 »	10,85	30 sept. 2006 ⁽¹⁾	24 juillet 2013 ⁽¹⁾	10 000 000	2 247 878		8 121 231
Warrants attribués en 2004							
Warrants « ESOP 2004 »	12,94	30 sept. 2007 ⁽¹⁾	24 juillet 2014 ⁽¹⁾	10 000 000	81 250		10 391 021
Warrants attribués en 2005							
Warrants « ESOP 2005 »	17,77	30 juin 2008	29 juin 2015 ⁽¹⁾	9 994 950	15 000	110 100	10 339 793
Warrants attribués en 2006							
Warrants « ESOP 2006 »	17,77	30 juin 2009	29 juin 2016 ⁽¹⁾	9 760 225	15 000	125 650	10 077 602
Warrants « plan d'actionnariat réseau 2006 »	20,28	29 oct.	29 oct. 2011	197 748	0		207 163
Warrants « ESOP 2006 » DenizBank	19,77	15 déc. 2009 ⁽¹⁾	14 déc. 2016 ⁽¹⁾	235 000	0		246 189
Warrants attribués en 2007							
Warrants « ESOP 2007 »	22,19	30 juin 2010	29 juin 2017 ⁽¹⁾	10 322 550	0		10 814 048
Warrants attribués en 2008							
Warrants « ESOP 2008 »	9,63	30 juin 2011	29 juin 2018	7 093 355	0		7 431 098
Warrants « ESOP 2008 »	12,08	30 juin 2012	29 juin 2018	3 466 450	0		3 631 501
Warrants « garantie des États		12 mai	12 mai 2011 ⁽⁴⁾	2	0	0	2

(1) Sauf conditions particulières.

(2) 13,04: France/11,34 : autres pays.

(3) Concerne l'émission, décidée par l'assemblée générale extraordinaire du 24 juin 2009, d'un droit de souscription (« warrant ») en faveur de l'État belge, et d'un droit de souscription (« warrant ») en faveur de l'État français, en rapport avec le mécanisme de remboursement de la garantie octroyée par les États belge et français au titre de certaines obligations de Dexia liées aux activités Financial Products du groupe FSA, dans le cadre de la vente de FSA à Assured Guaranty. Pour une description des caractéristiques spécifiques de ces droits de souscription, veuillez consulter le rapport spécial du conseil d'administration du 12 mai 2009 : http://www.dexia.com/docs/2009/2009_legal/20090519_rapportSpecialFSA_FR.pdf.

(4) Les warrants sont émis pour une durée de cinq ans et leur réémission, moyennant l'annulation des warrants alors en circulation, sera soumise chaque année à l'assemblée générale à la date de l'assemblée générale. La première annulation et réémission a eu lieu en mai 2010 (par décision de l'assemblée générale extraordinaire du 12 mai 2010).

(5) Afin de protéger les détenteurs de warrants contre les conséquences économiques défavorables découlant de l'émission d'actions de bonus à la suite de la décision de l'assemblée générale extraordinaire du 12 mai 2010, le prix d'exercice des warrants a été réduit et le nombre de warrants augmenté conformément à un ratio d'ajustement déterminé selon la Corporate Action Policy d'Euronext NYSE Liffe. Ces ajustements ont été constatés par acte notarié le 25 novembre 2010. Grâce à cet ajustement, les détenteurs de warrants se trouvent dans la même situation financière qu'avant l'émission des actions de bonus.

2.4. Composition de l'actionnariat de DEXIA SA au 31 décembre 2010

Les principaux actionnaires de Dexia SA au 31 décembre 2010 sont les suivants:

Nom de l'actionnaire	Pourcentage de détention d'actions existantes de Dexia SA au 31 décembre 2009
Caisse des dépôts et consignations	17,61 %
Holding Communal	14,14 %
Groupe Arco	13,81 %
État fédéral belge via Société fédérale de participations et d'investissement	5,73 %
État français via Société de prise de participation de l'État	5,73 %
Groupe Ethias	5,04 %
CNP Assurances	2,96 %
Région flamande via le Vlaams Toekomstfonds	2,87 %
Région wallonne	2,01 %
Région de Bruxelles-Capitale	0,86 %

3. IDENTIFICATION DE LA TRANSACTION

3.1. Introduction

Le 30 juin 2009, l'Etat belge et l'Etat français ont conclu une convention de garantie à première demande relative au portefeuille «Financial Products» («FP») du groupe FSA (la «Convention de Garantie»). Le même jour, l'Etat belge, l'Etat français, Dexia SA/NV (la «Société» ou «Dexia») et Dexia FP Holdings Inc. ont conclu une convention de remboursement de garantie (la «Convention de Remboursement de Garantie»).

Cette dernière prévoit l'émission par Dexia de droits de souscription (ou «warrants»), ainsi que leur annulation et ré-émission chaque année, 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 FP.

Une première émission de droits de souscription a été décidée par l'assemblée générale extraordinaire de Dexia du 24 juin 2009 (les «Warrants 2009»), sur la base du rapport spécial du conseil d'administration du 12 mai 2009 (le «Rapport Spécial 2009», disponible sur le site Internet de Dexia: www.dexia.com), justifiant notamment de façon détaillée l'objet et l'émission d'un warrant en faveur de l'Etat français et d'un warrant en faveur de l'Etat belge. Une première réémission des droits de souscription a été décidée par l'assemblée générale extraordinaire du 12 mai 2010.

3.2. Contexte

3.2.1. CONTEXTE GÉNÉRAL ET RÉTROACTES

Il est renvoyé au Rapport Spécial 2009 du conseil d'administration pour une description du contexte général de la crise bancaire mondiale. Pour faire face à cette crise, Dexia a entamé un processus de transformation et de consolidation de ses activités visant au recentrage de Dexia sur ses métiers de base. Dans ce cadre, Dexia a procédé à la cession des activités d'assurance du groupe FSA, décrite plus en détail au point 3.2.2 ci-après.

Le 5 février 2010, le conseil d'administration a approuvé à l'unanimité les mesures de restructuration sur lesquelles les Etats français, belge et luxembourgeois et la Commission européenne ont marqué leur accord dans le cadre de la procédure d'examen par la Commission européenne des mesures d'aides accordées à Dexia par les Etats. Cet accord reconnaît certaines avancées déjà réalisées et prévoit par ailleurs certains objectifs à atteindre à l'horizon 2014. Cet accord a été confirmé dans la décision formelle de la Commission européenne adoptée le 26 février 2010 et notifiée aux Etats le 1^o mars 2010..

Il est renvoyé d'une part au communiqué de presse du 6 février 2010 pour une description de l'accord politique intervenu entre les Etats belge, français et luxembourgeois et la Commission européenne (disponible sur le site Internet de Dexia : www.dexia.com), et d'autre part au communiqué IP/10/201 du 26 février 2010 de la Commission européenne, disponible sur le site www.europa.eu, pour une description de la décision de la Commission.

3.2.2. CESSION À ASSURED DES ACTIVITÉS D'ASSURANCES DE FSA

3.2.2.1. INTRODUCTION

A la fin de 2008, le conseil d'administration de Dexia 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 Ltd.¹ («FSAH») à Assured Guaranty Ltd. («Assured»), selon des modalités plus amplement décrites dans le

¹ Depuis 2010, la nouvelle dénomination sociale de «FSA Holdings Ltd.» est «Assured Guaranty Municipal Holdings Inc.».

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.

Dexia a annoncé la clôture de la vente de FSA à Assured le 1er juillet 2009. Au terme de cette transaction, Dexia a significativement réduit son exposition à l'industrie des monolines aux Etats-Unis, tout en conservant l'activité FP.

3.2.2.2. EXCLUSION DE L'ACTIVITÉ « FINANCIAL PRODUCTS »

Les conventions passées avec Assured prévoient que l'activité de 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.

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'est engagé 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 générant ainsi en principe une marge d'intérêt nette positive.

Techniquement, les GICs ont été 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 produire des liquidités afin de faire face aux passifs et obligations de remboursement dues aux contreparties aux GICs. FSAM et les GIC Companies n'ont pas été cédés à Assured mais sont restés dans le groupe Dexia.

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. Au 31 décembre 2010, la valeur au pair résiduaire du portefeuille était de 13,8 mia USD. A cette même date, après les réductions de valeur actées par FSAM sur ce portefeuille, sa valeur comptable selon les normes IFRS était égale à 9,5 mia USD, alors que la valeur comptable des obligations (au pair résiduaire) au titre des GICs s'élevait à 6,7 mia USD.

Dans son rapport spécial établi en application des articles 582, 583 et 602 *Code des sociétés*, le conseil d'administration précise que: *«Selon les modèles internes Dexia, la valeur économique au 31 décembre 2010 (sur une base « hold to maturity ») de ces actifs est toutefois supérieure à leur valeur comptable nette. En effet, il ressort de diverses estimations que si le portefeuille d'actifs peut être détenu jusqu'à sa maturité, la perte de crédit économique finale sur le portefeuille devrait être inférieure au montant provisionné dans les comptes de Dexia».*

3.2.2.3. CONSÉQUENCES DE L'EXCLUSION DES FP ET GARANTIE DES ETATS

L'activité FP a donc été exclue de la vente à Assured. Toutefois, dans la mesure où FSA Inc. (ancienne filiale de FSAH, renommée Assured Guaranty Municipal Holdings Inc. qui exerce, directement et via ses filiales, les activités de rehaussement de crédit du groupe) est garante des actifs et passifs de l'activité FP, l'exclusion de cette dernière activité du périmètre de la cession implique nécessairement que le groupe Dexia se porte garant des activités FP, de sorte qu'il ne doive être fait appel aux garanties fournies par FSA Inc. Eu égard à la situation financière du groupe Dexia et au montant maximal théorique de la garantie ainsi donnée par Dexia, il a été jugé indispensable par 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

prévoyait dès lors, au titre de condition de la vente, soit que le groupe Dexia fournisse du «collateral» (c'est-à-dire des sûretés en espèces ou en titres éligibles), mais dans des proportions excessives au moment de la signature des conventions, soit que soit fournie une garantie souveraine.

Les Etats ont consenti à octroyer cette garantie (selon des modalités décrites au paragraphe 3.3 ci-dessous), et sont convenu 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 souscription qui font l'objet du présent rapport.

3.3. Principales Conditions de la Garantie des Etats

Comme mentionné dans le Rapport Spécial 2009 du Conseil d'Administration, la Convention de Garantie (*First Demand Guarantee relating to the «financial products» portfolio of FSA Asset Management LLC*) et la Convention de Remboursement de Garantie (*Guarantee Reimbursement Agreement*) prévoient en substance ce qui suit:

- **Option de vente de FSAM.** Dexia SA et Dexia Crédit Local S.A. («DCL») (Dexia SA et DCL ci-après désignés conjointement «les Garants Dexia») ont conclu avec FSAM une convention d'option «Put» en vertu de laquelle FSAM a 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 se sont engagés 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 16,98 mia USD, 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 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 nominale de 4,5 mia USD à la date du 30 septembre 2008, de sorte que le montant au pair des actifs compris dans le portefeuille couvert par le put garanti s'élève au 31 décembre 2010 à 9,7 mia USD. Les actifs exclus font eux aussi l'objet d'une convention d'option de vente entre les Garants Dexia 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 exclus 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). Au 31 décembre 2010, ces actifs se composaient à concurrence de 97% d'actifs investment grade dont 70 % d'actifs avec une notation (la moins élevée entre S&P et Moody's) de minimum A-.
- **Evènements déclencheurs.** FSAM s'est engagé vis-à-vis d'Assured à exercer l'option dans différentes hypothèses afin d'assurer l'effectivité du mécanisme de protection. Ces hypothèses sont les suivantes:
 - (i) En cas de défaut sur actifs, c'est-à-dire (a) si le principal ou l'intérêt payable sur un actif du portefeuille n'est pas payé à l'échéance concernée, ou (b) en cas d'amortissement aboutissant à une réduction du principal dû ou de l'intérêt payable sur cet actif; dans cette hypothèse, l'option de vente porte sur les actifs concernés, qui sont vendus aux Garants Dexia à leur valeur résiduaire au pair (c'est-à-dire la valeur faciale), majorée des intérêts dus.

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

- (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 la convention 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 égale au montant du défaut de liquidité, et qui sont vendus aux Garants 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 aux Garants 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, les Garants Dexia ont 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, les Garants Dexia peuvent 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 base de Dexia (actions ordinaires ou parts bénéficiaires), selon les modalités suivantes :
 - (i) En règle, à concurrence d'une première «tranche» de pertes allant de 0 USD à 4,5 mia USD, 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 4,5 mia USD, il est tenu compte non seulement des paiements effectués par les Garants Dexia ou les Etats concernant le portefeuille garanti mais aussi des montants payés par les Garants 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 CDS³ cinq ans de Dexia jusqu'à leur remboursement.
 - (ii) Pour une seconde «tranche» portant sur les recours des Etats au-delà de 4,5 mia USD, 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

³ 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.

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 4,5 mia USD 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 base de Dexia. La rapidité avec laquelle le seuil de la première tranche de 4,5 mia USD 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 s'est engagée à émettre à chacun des Etats des droits de souscription selon les modalités exposées ci-après. Les warrants sont émis pour une durée de cinq ans et leur ré-émission, moyennant l'annulation des warrants alors en circulation, sera soumise chaque année à une assemblée générale extraordinaire qui se tiendra en principe à la même date que l'assemblée annuelle. 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 nouvelles actions de capital ordinaires.
- **Parts bénéficiaires.** Dexia pourrait également émettre à la demande des Etats des parts bénéficiaires en lieu et place des actions. Cette possibilité vise, selon la Convention de Remboursement de Garantie et le rapport du conseil d'administration, 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 47 bps). Elles seraient assorties d'une option de conversion en actions ordinaires de Dexia sur une base «une pour une». Il est référé à l'article 4bis des statuts de Dexia SA pour une description détaillée des parts bénéficiaires (disponibles sur le site Internet de Dexia: www.dexia.com).
- **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.
- **Mise en oeuvre.** L'assemblée générale extraordinaire du 24 juin 2009 a approuvé l'émission des Warrants 2009. L'assemblée générale extraordinaire du 11 mai 2011 sera invitée à se prononcer sur la deuxième réémission des warrants en conformité avec leurs modalités.

3.4. Conditions de ré-émission

Conformément à la Convention de Garantie et à la Convention de Remboursement de Garantie (voir en particulier l'article 4.4.2 de la Convention de Remboursement de Garantie),

- la ré-émission des droits de souscription sera soumise à l'assemblée générale extraordinaire de la Société, qui se tiendra le 11 mai 2011 (l'«AGE 2011»);
- les nouveaux droits de souscription (les «Warrants 2011») seront émis pour une durée de cinq ans à dater de leur émission;
- les modalités des Warrants 2011 seront identiques à celles des Warrants 2009 et 2010 (voir les principales modalités au point 3.5 ci-dessous);
- l'AGE 2011 procédera à la constatation de la renonciation irrévocable par l'Etat belge et l'Etat français aux Warrants 2010 (sous réserve de l'émission des Warrants 2011) et à l'annulation des Warrants 2010 (sous la même réserve).

3.5. Modalités des Droits de Souscription

Les modalités des Warrants 2011 seront identiques à celles des Warrants 2009 et 2010. Les principales modalités sont les suivantes:

- (A) **Nature des titres:** Droits de souscription (ou «warrants») au sens des articles 496 et 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 13.000.000.000 USD pour le droit de souscription de l'Etat belge et la contre-valeur en EUR de 36,5/97èmes de 13.000.000.000 USD 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 droits 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 suivant la détermination finale 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 dans le cadre de l'émission de titres) en lien 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^{er} Code des sociétés, 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(5).
- (2) En cas d'augmentation de capital avec droit de préférence, le régime organisé par l'article 501, alinéa 2 Code des sociétés 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.

3.6. Justification de l'opération

Dans son rapport établi en application des articles 582, 583 et 602 Code des sociétés, le conseil d'administration justifie l'opération comme suit:

«La réémission des warrants en faveur de l'Etat belge et de l'Etat français a lieu conformément à la Convention de Remboursement de Garantie, dans le cadre de la garantie donnée par ces Etats pour certains engagements souscrits par la Société en rapport avec l'activité FP. L'émission des Warrants 2011 est donc indissociablement liée à la cession des activités d'assurance de FSA.

Comme rappelé au point 3.2 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 FP 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 FP, l'exclusion de cette activité du périmètre de la vente supposait 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 maximal couvert par cette garantie et d'autre part à la situation financière de Dexia, Assured ne s'était 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 important n'était 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 minimaux 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 décembre 2010, Dexia a déjà constitué environ 2,2 mia USD de provisions dans ses comptes, au-delà des pertes réalisées depuis l'entrée en vigueur de la garantie des Etats jusqu'à cette date pour un montant de 506 mio USD. La conversion en actions du droit de recours des Etats en cas d'appel à la garantie au-delà d'un montant de 4,5 mia USD 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.»*

4. DESCRIPTION DES ÉLÉMENTS CONSTITUANT L'APPORT

L'opération proposée est atypique: il est demandé à l'assemblée générale extraordinaire de décider du principe d'une augmentation de capital. L'augmentation même ne sera réalisée qu'au moment de l'exercice des droits de souscription, amenant l'apport de tout ou partie de la créance de l'Etat belge et/ou de l'Etat français vis-à-vis de Dexia SA en vertu de la Convention de Remboursement de Garantie, signée entre parties dans le cadre de la vente des activités d'assurance de FSA Inc.

Cette créance n'existe pas encore à la date de notre rapport. Par contre, les paramètres déterminant si créance il y aura, sont d'ores et déjà fixés dans la Convention de Remboursement de Garantie.

Les conditions d'émission des droits de souscription prévoient que l'exercice des droits de souscription est conditionné par l'existence de la créance. L'existence du bien à apporter est en effet une condition pour tout apport.

Ladite créance sera apportée à sa valeur nominale, convertie en EUR au taux *spot* prévalant, tel que déterminé sur la base de la Convention de Remboursement de Garantie, le jour ouvrable précédant la Date d'Emission.

Nous sommes d'avis que les conditions d'émission des droits de souscription, combinées avec la Convention de Garantie et la Convention de Remboursement de Garantie, permettent qu'à la date d'exercice des droits de souscription il sera possible de constater objectivement l'apport, l'augmentation du capital, ainsi que le nombre de nouvelles actions à créer en rémunération de l'apport. Il est cependant impossible à la date du présent rapport de décrire plus amplement les éléments constituant l'hypothétique apport futur et de vérifier si les éléments constituant l'apport existeront bel et bien au moment de l'apport même.

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 4,5 mia USD 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.

L'augmentation maximale rendue possible par le mécanisme suppose que les Etats belge et français soient appelés à payer la valeur totale du portefeuille de FSAM (actifs exclus compris) pour un montant total de 16,98 mia USD à la date du 30 septembre 2008. Le cas échéant le capital sera augmenté de la valeur en EUR de 12,48 mia USD (soit 16,98 mia USD moins la première tranche de 4,5 mia USD). Or il est impossible aujourd'hui de savoir, même dans cette hypothèse maximale, quel sera le montant de l'augmentation du capital de Dexia SA, puisque le taux de change EUR/USD à la date de l'apport est inconnu.

5. MÉTHODE D'ÉVALUATION ADOPTÉE

L'apport en nature de la créance future se fera sur la base de sa valeur nominale, convertie en EUR au taux *spot* prévalant, tel que déterminé sur la base de la Convention de Remboursement de Garantie, le jour ouvrable précédant la Date d'Emission.

Cette méthode est basée sur le fait que dans le chef de la société, 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 SA 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 un enrichissement – augmentation de l'actif net – de Dexia à concurrence du même montant.

Etant donné la nature spécifique de la transaction, elle ne peut être comparée à une simple cession de créance entre tiers. En effet, lorsque le débiteur d'une créance acquiert cette même créance, elle s'éteint de plein droit. Cette situation juridique est totalement différente de celle où un tiers acquerrait la créance sur le débiteur, puisque ce tiers continuera de subir le risque d'insolvabilité du débiteur, tant que celui-ci n'aura pas payé la créance. Il n'y a donc pas lieu de voir quelle est la valeur économique, définie comme la valeur de marché, à savoir le prix qu'un tiers serait prêt à payer pour acquérir cette créance sur Dexia SA. 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. Ceci ne sera pas nécessairement le cas à la date de la naissance de la créance ou à la date de l'apport effectif suite à l'exercice des warrants.

La valorisation de l'apport en nature est conventionnelle et a été acceptée par toutes les parties impliquées.

6. RÉMUNÉRATION REÇUE EN ÉCHANGE DE L'APPORT

6.1. Prix d'exercice / prix d'émission des actions nouvelles

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 Code des sociétés 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 ont néanmoins convenu de s'inspirer de l'article 598 Code des sociétés (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 le prix de souscription d'une action⁴ 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 (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). 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 ce qui est prévu dans la Convention de Remboursement de Garantie.

La conversion de la créance des Etats qui sera exprimée en USD, se fera sur la base de sa valeur nominale, convertie en EUR au taux *spot* prévalant, tel que déterminé sur la base de la Convention de Remboursement de Garantie, le jour ouvrable précédant la Date d'Emission.

Etant donné la nature spécifique de l'opération, nous constatons qu'à la date de notre rapport:

- la créance à apporter est éventuelle, et le montant n'en est dès lors pas connu (même si ce montant pourra être déterminé au moment de l'apport, et est plafonné à la contrevaletur en EUR au moment de l'apport de 13 mia USD);
- le prix d'émission des nouvelles actions à émettre ne peut être fixé (même s'il est déterminable, puisqu'il sera fixé par rapport au critère objectif que constitue le cours de bourse de Dexia dans les 30 jours précédant l'exercice du warrant);
- et par conséquent le nombre de nouvelles actions à émettre n'est pas fixé.

⁴ Les modalités des droits de souscription et plus particulièrement le prix d'exercice et les modalités de paiement sont repris dans le chapitre 3.5. F de ce rapport.

6.2. Emission d'actions en dessous du pair comptable – article 582 Code des sociétés

Le pair comptable actuel de l'action Dexia est égal à EUR 4,57⁵ (le capital social étant égal à EUR 8.441.935.648,09 et représenté par 1.846.406.344 actions). Dans la mesure où le prix d'exercice des warrants (et donc le prix d'émission des actions nouvelles sous-jacentes à ces droits) sera fixé au moment de l'exercice effectif des warrants et où le cours de clôture de l'action Dexia à la veille de la date du présent rapport est égal à EUR 2,87 il est possible que le prix d'exercice soit inférieur au pair comptable. L'émission des droits de souscription 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.

Nous n'avons pas connaissance d'information importante, disponible à la date de notre rapport, au sujet de l'opération et qui ne serait présentée fidèlement dans le rapport du conseil d'administration. Etant donné la nature spécifique de l'opération envisagée, nous ne pouvons pas nous exprimer quant à la question si les informations financières et comptables reprises dans le rapport du conseil d'administration sont suffisantes pour éclairer l'assemblée générale qui doit voter la proposition. En effet, il est aujourd'hui impossible de savoir p.ex. quel sera le cours de l'action Dexia à la date de la création des nouvelles actions. De ce fait, nous ne sommes pas en mesure de déclarer en application de l'article 582 du Code des sociétés que les informations financières et comptables contenues dans le rapport du conseil d'administration sont fidèles et suffisantes pour éclairer l'assemblée générale appelée à voter cette proposition.

6.3. Conséquences pour les actionnaires

Dans la mesure où (i) le prix d'exercice des warrants 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.

Nous en concluons que la dilution des actionnaires sera plus importante dans la mesure où:

- (i) le montant de la créance des Etats sur Dexia SA qu'ils apportent sera important;
- (ii) le taux de change USD/EUR sera bas;
- (iii) la moyenne des cours de clôture au cours des 30 jours de bourse précédant la date d'exercice des droits de souscription sera basse.

Nous notons aussi que la combinaison de plusieurs de ces éléments peut avoir un effet levier important sur le taux de dilution des actionnaires existants.

A ce sujet, le rapport du conseil d'administration établi en application des articles 582, 583 et 602 Code des sociétés précise:

«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 ne 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:

⁵ Après la réduction de capital proposée au point I de l'ordre du jour de l'assemblée générale extraordinaire qui se tiendra à l'issue de l'assemblée générale annuelle du 11 mai 2011, le pair comptable de l'action s'élèvera à EUR 2,37 (soit le nouveau capital social de EUR 4.375.026.256,70 divisé par 1.846.406.344 actions).

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 milliards⁶. Or, sur base des présomptions de Dexia et des informations disponibles à la date du présent rapport, Dexia estime que le montant des pertes de crédit économiques (c'est-à-dire de pertes sur les actifs s'ils sont conservés jusqu'à leur maturité) devraient être inférieures à ce montant. Le montant provisionné par Dexia s'élève au 31 décembre 2010 à environ USD 2.2 milliards⁷, sans tenir compte des pertes réalisées pendant la période allant de l'entrée en vigueur de la garantie des Etats jusqu'à cette date pour un montant d'USD 506 millions.

Par ailleurs, les pertes actuelles réalisées sur le portefeuille demeurent, malgré les conditions de marché extrêmement détériorées, relativement limitées : les pertes en montant principal effectivement constatées à fin décembre 2010 s'élevaient à USD 506 millions, soit à peine 3,6 % de la valeur au pair du portefeuille global de FSAM au 31 décembre 2010.

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

Risque de défaut de liquidité. Dexia, par ses filiales Dexia Banque Belgique 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 6,7 mia USD à fin décembre 2010 et, selon les estimations actuelles de Dexia, ce passif devrait s'établir autour de 5,2 mia USD 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 dans des proportions supérieures au seuil de USD 4,5 milliards qui entraînerait l'exercice des warrants. Dexia tient en effet compte des engagements rappelés ci-dessus dans le cadre de la gestion de ses besoins normaux de liquidité.

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 actions dès le premier euro. Toutefois, la probabilité d'un défaut de collatéral est assez limitée. Dexia effectuera en effet des tests de collatéral à partir de 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 septembre 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

6 Le montant de la première tranche des pertes concerne un montant en espèces non-actualisé de USD 4,5 milliards.

7 Les provisions prennent en compte le montant actualisé des pertes.

Dexia, le montant attendu des passifs au titre des GICs fin septembre 2011 devrait être de l'ordre de 5,3 mia USD, mais Dexia s'attend 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 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 7 mia USD, dont 4,5 mia USD imputés sur la première tranche et un surplus de 2,5 mia USD donnant lieu à exercice des warrants, et à supposer que le prix d'exercice des warrants soit égal à EUR 3,066 (soit la moyenne des cours de clôture de l'action Dexia au cours de la période de 30 jours prenant fin le 18 mars 2011) et que le taux de change USD/EUR soit de 1 :1,41, l'exercice des warrants donnerait lieu à l'émission de 578.294.078 actions nouvelles (égal à un montant de recours en euros de 1.773.049.645 divisé par un prix d'émission de EUR 3,066). Sur la base du nombre d'actions Dexia actuellement émises (1.846.406.344), la quote-part du capital des actionnaires existants serait ramenée à 76,15 %. 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.»

L'exemple chiffré dans le rapport du conseil d'administration part de l'hypothèse d'un recours à la garantie de 7 mia USD, et de la moyenne des cours de clôture de l'action Dexia au cours de la période de 30 jours prenant fin le 18 mars 2011 et le taux spot USD/EUR à la date du 18 mars 2011. Nous remarquons à ce sujet que le montant du recours convertible en actions peut varier de 1 USD à 13 mia USD et que le cours de clôture de l'action Dexia et le taux de change applicables à la date de l'apport en nature sont encore inconnus. Cela signifie que la dilution potentielle des actionnaires existants – sur laquelle nous ne pouvons nous prononcer à la date de notre rapport – peut être différente (en plus ou en moins) que celle figurant dans l'exemple retenu.

7. CONTRÔLES EFFECTUÉS

L'apport en nature de la créance sur Dexia SA à effectuer au moment de l'exercice des droits de souscription octroyés aux Etats belge et français, soumis lui-même à la condition de l'existence de cette créance, a été contrôlé conformément aux normes édictées par l'Institut des Reviseurs d'Entreprises en matière d'apports en nature. Le conseil d'administration de la société est responsable de l'évaluation des biens apportés, ainsi que de la détermination du nombre d'actions ou de parts à émettre en contrepartie de l'apport en nature.

Nos contrôles se sont limités à la vérification de la Convention de Garantie et de la Convention de Remboursement de Garantie signées entre Dexia SA et les Etats concernés. A la date de notre rapport, il est impossible de savoir si les Etats pourront faire valoir des créances contre Dexia SA et le cas échéant quel en serait le montant. L'apport en nature est donc incertain à la date de ce rapport. Vu ce caractère incertain de l'apport en nature, il est impossible de procéder à des contrôles plus amples sur le bien qui sera apporté, ni sur la rémunération qui sera accordée aux apporteurs.

En ce qui concerne la valorisation de la créance à apporter telle que proposée par le conseil d'administration à la valeur nominale de la créance future, nous sommes d'avis qu'elle est d'usage pour des créances apportées aux débiteur et que nous n'avons pas d'indication qu'à la date de notre rapport cette valeur serait différente de la valeur économique. Nous ne pouvons nous prononcer sur la valorisation au moment de l'apport effectif de la créance.

La rémunération de l'apport en nature en cas d'exercice des warrants consistera en actions de la société Dexia SA sans désignation de valeur nominale, dont le nombre doit encore être déterminé en fonction de la formule proposée à l'assemblée générale. Nous n'avons pas connaissance d'autres avantages qui seraient reconnus aux apporteurs en contrepartie de leur apport.

8. EVENEMENTS SUBSEQUENTS

Nous comprenons qu'aucun événement significatif postérieur au 31 décembre 2010 et susceptible de remettre en cause la valeur de l'apport en nature futur, n'a eu lieu à la date de ce rapport. Quant aux mesures de restructuration reprises dans l'accord entre les Etats belge, français et luxembourgeois et la Commission européenne (approuvé par le conseil d'administration de la Société du 5 février 2010), nous référons au point 3.2 de ce rapport et au communiqué de presse du 6 février 2010.

9. CONCLUSION

L'augmentation de capital par apport en nature proposée, soumis à l'application de l'article 602 du code des sociétés, ne sera réalisée que lors de l'exercice des warrants qui à son tour est soumis à la condition de l'existence d'une créance dans le chef de l'Etat belge et de l'Etat français sur Dexia SA en vertu de la Convention de Remboursement de Garantie conclue entre les parties au 30 juin 2009 dans le cadre de la vente des activités d'assurance FSA. L'apport en nature, s'effectuant au moment de l'exercice du warrant et aboutissant à une augmentation de capital de la société Dexia SA, sera constitué de tout ou partie desdites créances que l'Etat belge et l'Etat français auront à ce moment sur Dexia SA.

L'opération a été contrôlée conformément aux normes édictées par l'Institut des Reviseurs d'Entreprises en matière d'apport en nature. Le conseil d'administration de la société est responsable de l'évaluation des biens apportés, ainsi que de la détermination du nombre d'actions ou de parts bénéficiaires à émettre en contrepartie de l'apport en nature.

Etant donné la nature spécifique de l'opération, nous constatons qu'à la date de notre rapport:

- la créance à apporter est éventuelle, et le montant n'en est dès lors pas connu (même si ce montant pourra être déterminé au moment de l'apport, et est plafonné à la contre valeur en EUR au moment de l'apport de 13 mia USD);
- le prix d'émission des nouvelles actions à émettre ne peut être fixé (même s'il est déterminable, puisqu'il sera fixé par rapport au critère objectif que constitue le «volume weighted average price» de l'action Dexia sur le marché NYSE Euronext Brussels au cours des 30 jours calendaires précédant l'exercice du warrant)⁸; et par conséquent le nombre d'actions nouvelles à émettre n'est pas fixé.

En ce qui concerne la valorisation de la créance à apporter, proposée par le conseil d'administration à la valeur nominale de la créance future, nous sommes d'avis qu'elle est d'usage pour des créances apportées au débiteur. Nous ne pouvons nous prononcer sur la valorisation au moment de l'apport effectif de la créance, ni sur le caractère exigible de la créance des Etats envers Dexia au moment de l'exercice des warrants.

Sans remettre en cause l'abstention décrite dans les paragraphes précédents, il nous paraît, au terme de nos travaux de contrôle, que:

- la description de l'apport en nature répond, compte tenu des circonstances particulières de l'opération, à des conditions normales de précision et de clarté;
- le mode d'évaluation retenu par les parties pour l'apport en nature est, en l'espèce, justifié par les principes de l'économie d'entreprise;
- ce mode d'évaluation et la formule de fixation du prix d'émission des actions nouvelles devraient conduire à des valeurs d'apport qui correspondent au moins à la valeur des actions devant être émises.

La rémunération de l'apport en nature consistera en actions ordinaires de capital de la société Dexia SA sans désignation de valeur nominale, dont le nombre doit encore être déterminé en fonction de la formule proposée à l'assemblée générale. Nous n'avons pas connaissance d'autres avantages qui seraient reconnus aux apporteurs en contrepartie de leur apport au capital.

⁸ Nous référons au chapitre 3.5.F quant aux modalités du prix d'exercice/prix d'émission des actions nouvelles dans le cas où l'action ordinaire Dexia n'est plus admise à la négociation sur NYSE Euronext Brussels.

Nous avons pris connaissance du fait qu'il est possible que les actions soient émises en-dessous du pair comptable. L'article 582 du Code des sociétés prévoit en pareil cas que le commissaire déclare si les informations financières et comptables contenues dans le rapport du conseil d'administration sont fidèles et suffisantes pour éclairer l'assemblée générale appelée à voter cette proposition. Nous n'avons pas connaissance d'information importante, disponible à la date de notre rapport, au sujet de l'opération et qui ne serait présentée fidèlement dans le rapport du conseil d'administration. Etant donné la nature spécifique de l'opération envisagée, nous ne pouvons pas nous exprimer quant à la question de savoir si les informations financières et comptables reprises dans le rapport du conseil d'administration sont suffisantes pour éclairer l'assemblée générale qui doit voter la proposition.

Conformément aux normes édictées par l'Institut des Reviseurs d'Entreprises, notre mission ne consiste pas à nous prononcer sur le caractère légitime et équitable de l'opération, sur la valeur de l'apport ou de la compensation attribuée en contrepartie.

Diegem, le 18 mars 2011

Le Commissaire
DELOITTE Reviseurs d'Entreprises
SC s.f.d. SCRL
Représentée par

Frank Verhaegen
Associé

Bernard De Meulemeester
Associé