



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

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

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 (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 réémission 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 (les « Warrants 2010 ») a été décidée par l'assemblée générale extraordinaire du 12 mai 2010.

L'objet du présent rapport porte sur la deuxième réémission annuelle de ces warrants. Ce rapport a été adopté par le conseil d'administration lors de sa réunion du 18 mars 2011. Il est établi conformément au prescrit des articles 582, 583 et 602 du Code belge des sociétés dans le cadre de l'émission proposée des nouveaux droits de souscription.

Comme le requiert l'article 583, alinéa 3 du Code des sociétés, une copie du présent rapport a été transmise en projet à la Commission bancaire, financière et des assurances le 14 mars 2011.

2. CONTEXTE

2.1 Contexte général

Il est renvoyé au Rapport Spécial 2009 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 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^{er} 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.

2.2 Cession à Assured des activités d'assurances de FSA

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 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 1^{er} 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.

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

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 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 USD 13,8 milliards. 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 USD 9,5 milliards, alors que la valeur comptable des obligations (au pair résiduaire) au titre des GICs s'élevait à USD 6,7 milliards.

Selon les modèles internes de 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 (voir le point 7.4 ci-après).

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 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-garanti 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 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. PRINCIPALES CONDITIONS DE LA GARANTIE DES ETATS

Comme mentionné dans le Rapport Spécial 2009, la Convention de Garantie et la Convention de Remboursement de Garantie 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 chacun engagés 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 milliards, 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 USD 4,5 milliards 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 USD 9,7 milliards. 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-.

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

- **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.
 - (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 conclue 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 USD 0 à USD 4,5 milliards, 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 milliards, 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 USD 4,5 milliards, 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 4,5 milliards 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 deuxième tranche de USD 4,5 milliards 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

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.

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 réémission 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 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 1^{er} 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 ». 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. La première réémission a été décidée par l'assemblée générale extraordinaire du 12 mai 2010. L'assemblée générale extraordinaire du 11 mai 2011 sera invitée à se prononcer sur la deuxième réémission des warrants en conformité avec leurs modalités.

4. CONDITIONS DE REEMISSION

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 réémission 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 des Warrants 2010 (voir les principales modalités au point 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).

5. MODALITES DES DROITS DE SOUSCRIPTION

Les modalités des Warrants 2011 seront identiques à celles des Warrants 2009 et des Warrants 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 Code des sociétés.

(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 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.

6. RAISON D'ETRE DU PRESENT RAPPORT

6.1 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 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 sont néanmoins convenus 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 importante 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 précédant 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.

6.2 Emission de droits de souscription – article 583 Code des sociétés

Le présent rapport est établi conformément à l'article 583, alinéa 1^{er}, Code des sociétés, 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.* »

6.3 Emission d'actions en dessous du pair – article 582 Code des sociétés

Le pair comptable actuel de l'action Dexia est égal à EUR 4,57⁴ (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.

L'article 582, alinéa 2, Code des sociétés 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 ».

6.4 **Apport en nature – article 602 Code des sociétés**

Dans la mesure où le prix d'exercice des warrants 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 Code des sociétés, 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 Code des sociétés 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 18 mars 2011, et une copie en est jointe au présent rapport. Le conseil d'administration se rallie aux conclusions de ce rapport.

⁴ 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).

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

7.1 Justification de l'opération

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 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 milliards. Au 31 décembre 2010, Dexia a déjà constitué environ USD 2,2 milliards 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 d'USD 506 millions. La conversion en actions du droit de recours des Etats en cas d'appel à la garantie au-delà d'un montant de USD 4,5 milliards 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 (voir le point 2.2.1 ci-dessus), 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.

7.2 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 était essentiel que les éventuelles créances des Etats au-delà de la première tranche de USD 4,5 milliards 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 résulterait de l'augmentation de capital consécutive à cet apport, sont donc dans l'intérêt de la Société.

Par ailleurs, il se justifiait 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 traduirait 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 global sur les fonds propres de Dexia serait équivalent à celui résultant de l'évaluation de la créance à sa valeur nominale.

7.3 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 warrants 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.⁵ 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 5(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.

⁵ La rémunération de l'apport en nature de la créance des Etats est 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.

7.4 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 ordinaires par le biais de l'exercice 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 milliards 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.

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 :

- **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 hypothèses adoptées par Dexia et des informations disponibles à la date du présent rapport, Dexia estime actuellement 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.

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.

- **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 USD 6,7 milliards à fin décembre 2010 et, selon les estimations actuelles de Dexia, ce passif devrait s'établir autour de USD 5,2 milliards 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 Dexia, le montant attendu des passifs au titre des GICs fin septembre 2011 devrait être de l'ordre de USD 5,3 milliards, 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 USD 7 milliards, dont USD 4,5 milliards imputés sur la première tranche et un surplus de USD 2,5 milliards 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 actionariale, la dilution financière réelle pour les actionnaires de Dexia au jour de l'émission des actions, 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.

8. **CONCLUSION**

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.

* *
*
*

Fait à Bruxelles, le 18 mars 2011.

Pour le conseil d'administration

Jean-Luc Dehaene
Président du conseil d'administration

Pierre Mariani
Administrateur-délégué

Annexe : Rapport du commissaire établi conformément aux articles 602 et 582 Code des sociétés.