



VMG
FILIALE DU CRÉDIT FONCIER

DOCUMENT DE REFERENCE 2008

VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES

INCLUANT LE RAPPORT FINANCIER ANNUEL 2008



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent document de référence a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 29 avril 2009, conformément à l'article 212-13 de son règlement général. Il pourra être utilisé à l'appui d'une opération financière s'il est complété par une note d'opération visée par l'Autorité des marchés financiers.

SOMMAIRE

1^{ERE} PARTIE.....	- 5 -
PROFIL	- 6 -
VMG : UNE ACTIVITE ENCADREE PAR UN MODELE ECONOMIQUE SECURISE.....	- 6 -
CHIFFRES CLES.....	- 8 -
2^{EME} PARTIE	- 10 -
1. PERSONNES RESPONSABLES	- 11 -
2. RESPONSABLES DU CONTROLE DES COMPTES.....	- 12 -
3. RISQUES DE L'EMETTEUR	- 14 -
4. RENSEIGNEMENTS DE CARACTERE GENERAL CONCERNANT L'EMETTEUR.....	- 15 -
5. SITUATION ET EVOLUTION DE L'ACTIVITE DE LA SOCIETE.....	- 18 -
6. APERÇU DES ACTIVITES	- 21 -
7. ORGANIGRAMME.....	- 31 -
8. ORGANES D'ADMINISTRATION, DE DIRECTION ET DE SURVEILLANCE.....	- 33 -
9. PRINCIPAUX ACTIONNAIRES.....	- 40 -
10. INFORMATIONS FINANCIERES CONCERNANT LE PATRIMOINE, LA SITUATION FINANCIERE ET LES RESULTATS DE L'EMETTEUR.....	- 41 -
11. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES.....	- 74 -
12. INDICATION DU LIEU OU PEUVENT ETRE CONSULTES LES DOCUMENTS JURIDIQUES RELATIFS A L'EMETTEUR.....	- 80 -
REGLEMENT INTERIEUR DE VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	- 81 -
1. DISPOSITIONS GENERALES	- 84 -
2. PRINCIPES DE FONCTIONNEMENT.....	- 86 -
3. CADRE DE FONCTIONNEMENT.....	- 91 -
4. RELATIONS ENTRE LES DEUX ORGANES DE DIRECTION ET DE CONTROLE.....	- 114 -
TABLE DE CONCORDANCE AMF	- 139 -
ELEMENTS CONSTITUTIFS DU RAPPORT FINANCIER ANNUEL 2008.....	- 141 -

1^{ère} PARTIE

Présentation

Profil

Vauban Mobilisations Garanties (VMG) est une société détenue à 100% par le Crédit Foncier, Groupe Caisse d'Épargne.

Créée en 1997, VMG est un véhicule de refinancement innovant dont l'activité principale consiste à acheter au Crédit Foncier des prêts immobiliers et à les refinancer sur le marché.

Ses actifs sont principalement composés de parts prioritaires de FCC notés AAA, ayant pour sous-jacents des prêts immobiliers aux personnes physiques.

Les émissions de VMG se rapprochent des obligations sécurisées anglaises ; ses émissions seniors sont notées AAA/Aaa/AAA.

Les investisseurs bénéficient d'une structure protégée contre le risque de faillite. En effet, les parts prioritaires de FCC, les réserves et les provisions sont nanties au profit des porteurs obligataires via un « *Compte d'Instruments Financiers* » (Loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières).

VMG est toujours aujourd'hui l'un des deux véhicules de refinancement AAA du Crédit Foncier aux côtés de la Compagnie de Financement Foncier, et l'un des trois véhicules de refinancement AAA du Groupe Caisse d'Épargne aux côtés de la Compagnie de Financement Foncier et de GCE Covered Bonds.

VMG : Une activité encadrée par un modèle économique

sécurisé

Un modèle économique sécurisé

Les émissions de VMG sont garanties par des parts prioritaires AAA de FCC bénéficiant d'actifs sous-jacents de grande qualité et d'un surdimensionnement fin 2008 de 18 %.

Les parts de FCC figurant à l'actif de VMG ont une nature de sous-jacent unique : des prêts immobiliers originés par le Crédit Foncier. Ces actifs, de grande qualité, présentent les principales caractéristiques suivantes : environ 80% bénéficient d'une garantie hypothécaire de premier rang, 20% d'autres garanties et la quotité moyenne est inférieure à 62%.

Les FCC ainsi structurés génèrent des revenus à taux fixe comme les titres obligataires.

VMG offre à ses investisseurs des garanties similaires à celles des autres obligations sécurisées, en témoigne sa notation AAA, stable depuis son homologation en 1997.

En cas de dégradation du rating du Crédit Foncier par les trois agences de notation en dessous de la catégorie A-1/P1/F1, des mesures seraient prises pour sécuriser les flux dus aux FCC par le Crédit Foncier en tant que gestionnaire des créances.

Le modèle économique de VMG garantit l'absence de risque de taux ou de change : les parts de FCC et les émissions fonctionnent à taux fixe et tous les actifs et passifs de VMG sont libellés en euro.

Un fonctionnement garantissant le remboursement des investisseurs

Les réserves et provisions sont calculées mensuellement pour garantir le paiement du principal et des intérêts en fonction de *scenarii* stressés : remboursements anticipés, évolution défavorable des taux d'intérêts.

Les réserves sont financées par des dépôts sous forme de gage-espèces.

Les réserves et provisions étant investies en titres courts A-1/P1/F1, la structure ne présente aucun risque de crédit ou de liquidité pour les investisseurs.

Sous contrôle permanent du Directoire et du Conseil de Surveillance, des tests stricts sont effectués et visent à s'assurer que les parts de FCC et les réserves couvrent à tout moment le capital et la rémunération des obligations émises. Ces simulations mettent en place des *scenarii* fortement stressés (remboursements anticipés des parts de FCC, etc...) avec le concours des agences de notations.

En cas de faillite du Crédit Foncier, scénario qui est envisagé par les agences lors de la notation de VMG, la structure rentrerait en mode de dénouement anticipé. Dans ce cas, les flux d'argent issus des parts AAA de titrisation ainsi que les réserves, seraient utilisés pour rembourser le principal et les intérêts des emprunts obligataires en mode pass through. Les porteurs recevraient dans ce cas une soulte actuarielle pour les dédommager du changement du rythme d'amortissement.

VMG est ainsi l'un des très rares programmes de la famille Covered Bonds à ne présenter aucun risque de refinancement en situation de faillite de son sponsor.

Bien entendu, la qualité des actifs sous-jacents ainsi que la qualité de crédit du Groupe, **A/Aa3/A+** pour le Crédit Foncier et **A+/Aa3/A+** pour le Groupe Caisse d'Épargne, rendent très improbable la réalisation d'un tel scénario de dénouement anticipé.

Chiffres clés

VMG au 31 décembre 2008

- Bilan :	10,4 Md€
- Encours de FCC ⁽¹⁾ :	3,2 Md€
- Encours d'obligations :	4,9 Md€
- Réserves (remboursement & rémunération) ⁽²⁾ :	1,9 Md€

BILAN	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
(en milliers d'euros)			
ACTIF			
Autres participations	3 208 423	4 421 091	5 563 567
Créances rattachées à participations	25 097	34 660	41 568
Total actif immobilisé	3 233 520	4 455 751	5 605 134
Créances clients et comptes rattachés	-	-	-
Autres créances	5 655	-	373
Titres de Créances Négociables	7 083 911	9 054 796	8 911 241
Valeurs mobilières de placement	-	-	-
Disponibilités	98	268	1 860
Charges constatées d'avance	3 524	4 545	5 971
Total actif circulant	7 093 188	9 059 609	8 919 445
Compte de régularisation - frais d'émission	3 958	5 600	7 593
Primes de remboursement	34 319	47 008	59 561
TOTAL ACTIF	10 364 985	13 567 968	14 591 734
PASSIF			
Capital social	19 310	19 310	10 208
Réserve légale	1 238	697	173
Report à nouveau	17 860	7 578	6 726
Résultat de l'exercice	9 310	10 823	10 480
Acompte sur dividendes	-	-	-
Total capitaux	47 718	38 408	27 588
PROPRETES			
Emprunts obligataires	5 067 199	6 701 649	7 212 997
Emprunts & dettes financières divers	5 224 885	6 793 745	7 308 368
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	175	186	234
Dettes fiscales et sociales	3	193	3
Autres dettes	-	-	-
Produits constatés d'avance	25 005	33 787	42 545
Total des dettes	10 317 267	13 529 560	14 564 146
TOTAL PASSIF	10 364 985	13 567 968	14 591 734

(1) cf p18

(2) cf p19

Le résultat net pour l'exercice 2008 s'établit à 9,3 millions d'euros et est en ligne avec l'évolution du bilan de VMG.

COMPTE DE RESULTAT	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
(en milliers d'euros)			
Chiffre d'affaires net	275	275	228
Autres produits	-	-	-
PRODUITS D'EXPLOITATION	275	275	228
Autres achats et charges externes	1 573	1 597	2 303
Impôts, taxes et versements assimilés	112	111	114
Salaires et traitements	20	12	30
Charges sociales	6	4	8
Autres charges	28	37	27
CHARGES D'EXPLOITATION	1 740	1 761	2 482
RESULTAT D'EXPLOITATION	- 1 464	-1 486	-2 253
Produits financiers de participations	163 534	222 064	250 797
Produits financiers des prêts & BMTN	370 050	399 857	409 582
Autres intérêts et produits assimilés	19	55	1
Transfert de charges	-	-	-
Produits nets sur cessions de valeurs mobilières	-	-	-
PRODUITS FINANCIERS	533 603	621 976	660 380
Dotations financières aux amortissements et provisions	13 385	14 172	14 746
Intérêts et charges assimilées	504 588	589 841	627 437
Frais sur émissions des emprunts	-	-	-
Autres charges financières	-	-	-
CHARGES FINANCIERES	517 973	604 013	642 182
RESULTAT FINANCIER	15 630	17 963	18 198
RESULTAT COURANT AVANT IMPOTS	14 167	16 477	15 944
Produits exceptionnels	1 212 668	1 142 475	1 236 153
Charges exceptionnelles	1 212 668	1 142 475	1 236 153
RESULTAT EXCEPTIONNEL	-	-	-
Impôt sur les bénéfices	4 857	5 654	5 464
TOTAL DES PRODUITS	1 746 547	1 764 726	1 896 762
TOTAL DES CHARGES	1 737 237	1 753 903	1 886 282
RESULTAT DE L'EXERCICE	9 310	10 823	10 480

2^{ème} PARTIE

Rapport Financier

1. Personnes responsables

1.1 RESPONSABLE DU DOCUMENT DE REFERENCE

Madame Sandrine Guérin

Président du Directoire de Vauban Mobilisations Garanties

Adresse : 4, quai de Bercy – 94224 Charenton Cedex

Téléphone : +33 (0)1 57 44 92 05

Télécopie : +33 (0)1 57 44 78 89

1.2 ATTESTATION DU RESPONSABLE DU DOCUMENT DE REFERENCE

J'atteste, après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, que les informations contenues dans le présent document de référence sont, à ma connaissance, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

J'atteste, à ma connaissance, que les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de la société et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et les informations qui relèvent du rapport de gestion¹ figurant en section dont les éléments constitutifs sont répertoriés en page 141 du présent document de référence, présentent un tableau fidèle de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels elles sont confrontées.

J'ai obtenu des contrôleurs légaux des comptes une lettre de fin de travaux, dans laquelle ils indiquent avoir procédé à la vérification des informations portant sur la situation financière et les comptes données dans le présent document ainsi qu'à la lecture d'ensemble du document.

Fait à Charenton-le-Pont, le 28 avril 2009

Sandrine Guérin
Président du Directoire

¹ Informations requises par les articles L225-100, L225-100-3, L225-211 et L225-100-2 : Analyse des résultats et de la situation financière, description des principaux risques, informations sur le capital (y compris les rachats d'actions propres)

2. Responsables du contrôle des comptes

Commissaires aux Comptes titulaires

KPMG Audit, département de KPMG S.A.

Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
1, Cours Valmy – 92923 La Défense Cedex
représenté par M. Rémy Tabuteau

PricewaterhouseCoopers Audit

Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
63, rue de Villiers – 92200 Neuilly-sur-Seine
représenté par Mme Anik Chaumartin

Les cabinets KPMG Audit, département de KPMG S.A. et PricewaterhouseCoopers Audit ont audité et certifié les comptes annuels des exercices clos les 31 décembre 2006, 2007 et 2008.

Commissaires aux Comptes suppléants

Mme Ferron-Jolys

Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
1, Cours Valmy – 92923 La Défense Cedex

M. Pierre Coll

Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris
63, rue de Villiers – 92200 Neuilly-sur-Seine

Mandats des Commissaires aux Comptes titulaires

L'Assemblée générale du 19 mai 2006 a nommé le cabinet KPMG Audit, département de KPMG SA, en qualité de Commissaire aux Comptes titulaire, pour six exercices, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale appelée à statuer sur les Comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2011 (en remplacement du cabinet Mazars & Guérard, 61, rue Henri Regnault, 92075 Paris-La-Défense Cedex, membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris, représenté par M. Michel Barbet-Massin et M. Hervé HELIAS, qui avait été nommé lors de l'Assemblée générale du 28 juin 2000, et dont le mandat était venu à expiration à l'issue de l'Assemblée générale du 19 mai 2006).

Le cabinet Mazars & Guérard a audité et certifié les Comptes annuels des exercices clos les 31 décembre 2004 et 2005.

L'Assemblée générale du 19 mai 2006 a nommé le cabinet PricewaterhouseCoopers Audit en qualité de Commissaire aux Comptes titulaire, pour la durée du mandat de son prédécesseur (le cabinet Barbier, Frinault et Autres (Ernst & Young), 41, rue Ybry, 92576 Neuilly-sur-Seine Cedex, membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles, représenté par M. Michel Gauthier (jusqu'au 4 février 2003) et M. Olivier Drion, démissionnaire, qui avait été nommé lors de l'Assemblée générale du 15 septembre 1997 et dont le mandat avait été renouvelé lors de l'Assemblée générale du 20 mars 2003), soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale appelée à statuer sur les Comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2008.

Le cabinet Barbier, Frinault et Autres (Ernst & Young) a audité et certifié les comptes annuels des exercices clos les 31 décembre 2004 et 2005.

Mandats des Commissaires aux Comptes suppléants

L'Assemblée générale du 19 mai 2006 a nommé Mme Marie-Christine Ferron-Jolys en qualité de Commissaire aux Comptes suppléant du cabinet KPMG Audit, département de KPMG SA, pour six exercices, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale appelée à statuer sur les Comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2011 (en remplacement de Mme Evelyne Henault, 26, rue Vasco de Gama, 75015 Paris, membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris, qui avait été nommé lors de l'Assemblée générale du 28 juin 2000 et dont le mandat était venu à expiration à l'issue de l'Assemblée générale du 19 mai 2006).

L'Assemblée générale du 19 mai 2006 a nommé M. Pierre Coll en qualité de Commissaire aux Comptes suppléant du cabinet PricewaterhouseCoopers Audit pour la durée du mandat de son prédécesseur (le cabinet Barbier, Frinault et Associés (Ernst & Young), 41, rue Ybry, 92576 Neuilly-sur-Seine Cedex, membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles, représenté par M. Michel Leger, démissionnaire, qui avait été nommé lors de l'Assemblée générale du 28 juin 2000 pour la durée du mandat de son prédécesseur (le cabinet Mazars & Guérard, Commissaire aux Comptes suppléant démissionnaire) et dont le mandat avait été renouvelé lors de l'Assemblée générale du 20 mars 2003), soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale appelée à statuer sur les Comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2008.

3. Risques de l'émetteur

3.1 RISQUES DE MARCHÉ

Compte tenu du niveau élevé de notation des émissions de VMG, des règles strictes sont fixées dans le Règlement Intérieur en matière de :

- > souscription des actifs de Fonds Communs de Créances,
- > placements de trésorerie,
- > négociation de swaps de taux d'intérêts.

VMG n'est pas en risque de taux du fait de l'existence et du fonctionnement des Compartiments de Gestion et de la Provision pour Rémunération, dont les définitions sont fixées dans le Règlement Intérieur.

Il n'existe aucune position en devises, ceci garantissant l'absence de risque de change.

3.2 RISQUES JURIDIQUES

Les statuts et le Règlement Intérieur de VMG encadrent fortement son activité, et sa capacité à s'endetter. VMG ne compte pas de salarié, ses actifs sont tous des titres bien notés et dont la propriété ne souffre aucun doute. Pour toutes ces raisons, les risques juridiques auxquels serait exposée la société sont minimes.

3.3 RISQUES INDUSTRIELS ET LIES A L'ENVIRONNEMENT

En termes de conséquences sociales et environnementales, VMG a recours aux ressources humaines et matérielles mises à sa disposition par le Crédit Foncier. Son activité propre n'est pas de nature à avoir une incidence sur l'environnement. En 2008, le bilan carbone du groupe Crédit foncier a consolidé celui de VMG.

3.4 ASSURANCES – COUVERTURE DES RISQUES EVENTUELS SUSCEPTIBLES D'ETRE ENCOURUS PAR L'EMETTEUR

Dans le cadre du Contrat de sous-traitance confié par VMG au Crédit Foncier, VMG bénéficie des assurances prises par sa maison-mère.

Le Crédit Foncier est assuré pour les risques relatifs à sa responsabilité d'employeur et d'établissement de crédit. Il a souscrit plusieurs contrats portant sur les dommages aux tiers et aux biens susceptibles d'être causés par ses collaborateurs dans le cadre de leur activité. Le Crédit Foncier est également couvert contre les risques résultant du vol, de la malveillance et de la fraude. La répartition sur plusieurs sites de ses unités de gestion, l'existence de « back up » informatique ainsi que les pratiques retenues dans son secteur d'activité ont conduit VMG à ne pas souscrire spécifiquement de police couvrant ses éventuelles pertes d'exploitation.

3.5 AUTRES RISQUES PARTICULIERS

Sans objet.

4. Renseignements de caractère général concernant l'émetteur

4.1 DENOMINATION ET SIEGE SOCIAL

VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - ci-après "VMG" ou la "Société".

Siège social : 16 rue Volney, Paris 2^{ème}

4.2 REGISTRE DU COMMERCE ET DES SOCIETES

Vauban Mobilisations Garanties est inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro R.C.S 399 343 300.

Code APE : 741 J

4.3 DATE DE CONSTITUTION ET D'EXPIRATION DE LA SOCIETE

VMG, dont la structure juridique date du 29 décembre 1994, a une durée de vie fixée à quatre vingt dix neuf années.

4.4 RENSEIGNEMENTS DE CARACTERE GENERAL CONCERNANT L'EMETTEUR

4.4.1 Forme juridique, législation applicable, contrôleurs légaux

VMG est une société anonyme, de nationalité française, à Directoire et Conseil de Surveillance, régie par les articles L. 210-1 et suivants du Code de commerce et le décret du 23 mars 1967, modifié et désormais codifié dans la partie réglementaire du Code de commerce. Les membres du Directoire sont liés au Crédit Foncier de France. Les membres du Conseil de Surveillance sont, dans leur majorité, indépendants du Crédit Foncier de France.

Les comptes de VMG sont audités par deux cabinets de commissaires aux comptes depuis l'exercice 1997.

4.4.2 Législation

La législation applicable à VMG est la législation française.

4.4.3 Objet social

Conformément à l'article 3 de ses statuts, la société VMG a pour objet exclusif en France et à l'étranger :

- > d'investir dans un ou plusieurs programmes de titrisation par l'acquisition de parts de fonds communs de créances (F.C.C.) ;
- > de procéder aux réinvestissements des sommes reçues au titre des parts de FCC dans des valeurs mobilières et/ou titres de créances négociables ;
- > de procéder à des opérations de trésorerie, au sens de l'article L. 511-7 du Code monétaire et financier, avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées, un pouvoir de contrôle effectif sur les autres.

Dans le cadre de ses acquisitions et opérations de trésorerie, la société pourra, dans le respect des lois et règlements applicables :

- > se financer, en France ou à l'étranger, par tout emprunt, y compris tout emprunt participatif ou par toute émission de valeurs mobilières ou de titres de créances négociables ;
- > effectuer sur tout marché à terme ou conditionnel toutes opérations de couverture des risques générés par ces acquisitions ou refinancements y afférents ;
- > octroyer ou prendre toutes sûretés ou garanties dans le cadre de son activité.

De façon plus générale, la société pourra effectuer toutes opérations pouvant se rapporter, directement ou indirectement, aux activités mentionnées ci-dessus et susceptibles d'en favoriser l'accomplissement.

Dans le cadre de la réalisation de son objet social, la société n'effectuera aucune opération susceptible d'entraîner une dégradation ou le retrait de la notation des titres émis par la société ou des emprunts souscrits par la société.

Ainsi, l'objet social de VMG est limité aux opérations financières relatives aux acquisitions d'actifs et aux émissions. Le mode de réalisation de ces opérations, constituant les règles de gestion, est codifié dans un règlement intérieur prévu par ses statuts. Le Conseil de Surveillance a pour mission de vérifier que les règles de gestion sont effectivement et correctement appliquées. Le Directoire rend compte trimestriellement, dans son rapport au Conseil de Surveillance, de la manière dont il a appliqué les règles de gestion.

4.4.4 Renseignements de caractère général concernant le capital

4.4.4.1 Modification du capital et des droits sociaux

L'Assemblée Générale Extraordinaire peut, dans les conditions fixées par la loi augmenter ou réduire le capital social.

La réduction du capital est autorisée ou décidée par l'Assemblée Générale Extraordinaire qui peut déléguer au Directoire tous pouvoirs pour la réaliser.

4.4.4.2 Capital souscrit

Au 31 décembre 2008, le capital de VMG s'élevait à 19 310 626,35 euros et était divisé en 59 076 actions entièrement libérées.

4.4.4.3 Capital autorisé non émis

Sans objet.

4.4.4.4 Titres non représentatifs du capital (parts de fondateurs, certificats de droit de vote)

Sans objet.

4.4.4.5 Titres donnant accès au capital

Sans objet.

4.4.4.6 Evolution du capital de la société au cours des cinq dernières années

Le 9 juin 2005, après exercice de l'option de paiement de dividende en actions par le Crédit Foncier de France, le capital social a été augmenté, passant de 228 674 euros (deux cent vingt huit mille six cent soixante quatorze euros) à la somme de 1 727 937,81 euros (un million sept cent vingt sept mille neuf cent trente sept euros et quatre-vingt un centimes) et réparti en 19 961 actions, entièrement libérées.

Le 12 juin 2006, après exercice de l'option de paiement de dividende en actions par le Crédit Foncier de France, le capital social a été augmenté à la somme de 10 208 370 euros (dix millions deux cent huit mille trois cent soixante dix euros) et réparti en 39 583 actions, entièrement libérées.

Le 25 juin 2007, après exercice de l'option de paiement de dividende en actions par le Crédit Foncier de France, le capital social a été augmenté à la somme de 19 310 626,35 euros (dix-

neuf millions trois cent dix mille six cent vingt-six euros et trente-cinq centimes) et réparti en 59 076 actions, entièrement libérées.

Le capital social de VMG n'a pas évolué en 2008.

5. Situation et évolution de l'activité de la société

5.1 PARTS DE FONDS COMMUN DE CREANCES (FCC)

Au cours de l'année 2008, VMG n'a procédé à aucune acquisition de parts prioritaires de FCC, ni à aucune nouvelle émission.

Compte tenu des remboursements intervenus dans les fonds communs de créances (remboursements normaux ou par anticipation des créances titrisées) et de l'extinction anticipée de trois fonds communs de créances dont les actifs résiduels représentaient moins de 10% de leurs actifs initiaux, l'encours des parts de FCC au 31 décembre 2008, hors intérêts courus, représente un montant global de 3 208,4 M€ et se décompose comme suit :

	Nominal Euros	Quantité	Taux facial	Valeur comptable (K€)
PARTIMMO - 06/2000 (70% accédants - 30% investisseurs)	2.430,85	115 242	5,80%	280.136
PARTIMMO - 10/2001 (63% accédants - 37% investisseurs)	2.346,90	156 861	5,00%	368.137
PARTIMMO - 07/2002 (55% accédants - 45% investisseurs)	2.899,30	113 511	5,20%	329.102
PARTIMMO - 10/2002 (61% accédants - 28% investisseurs - 11% copropriétaires)	2.927,41	65 655	4,53%	192.199
PARTIMMO - 05/2003 (56% accédants - 41% investisseurs - 3% copropriétaires)	3.960,10	89 407	4,00%	354.061
PARTIMMO - 11/2003 (68% accédants - 30% investisseurs - 2% copropriétaires)	4.169,87	96 223	4,20%	401.237
ZEBRE ONE (68% accédants - 29% investisseurs - 3% copropriétaires)	4.308,31	106 184	4,25%	457.474
ZEBRE TWO (48% accédants - 44% investisseurs - 8% copropriétaires)	5.322,78	68 016	3,46%	362.034
ZEBRE 2006-01 (65% accédants - 35% investisseurs)	7.366,81	62 991	4,30%	464.043
Sous-total				3.208.423

Le taux de rendement moyen des parts de FCC, qui mesure le rapport des intérêts comptabilisés ramené à l'encours moyen des parts, s'élève à 4,48 % pour 2008. Ce taux était de 4,49 % pour 2007.

Evolution des taux d'impayés à plus de 90 jours des prêts détenus par les FCC :

	Fin 2007	Fin 2008
PARTIMMO - 06/2000	0,24 %	0,49 %
PARTIMMO - 10/2001	0,33 %	0,31 %
PARTIMMO - 07/2002	0,41 %	0,27 %
PARTIMMO - 10/2002	0,23 %	0,42 %
PARTIMMO - 05/2003	0,52 %	0,94 %
PARTIMMO - 11/2003	0,69 %	0,57 %
ZEBRE ONE	0,49 %	0,56 %
ZEBRE TWO	0,41 %	0,72 %
ZEBRE 2006-01	0,15 %	0,26 %

Soit un taux moyen d'impayés à plus de 90 jours en 2008 de 0,5 % contre 0,4% en 2007.

5.2 PRETS PARTICIPATIFS

Au 31 décembre 2008 l'encours des prêts participatifs s'élève à 3 208,42 M€. En complément de cet encours, la Réserve pour remboursement d'émissions s'élève à 1 741,6 M€.

En déroulement normal, ces prêts participatifs sont remboursés au fur et à mesure de l'amortissement des parts de FCC dans le respect des dispositions du Règlement Intérieur.

La rémunération de ces prêts représente un montant de 241,3 M€ pour l'exercice 2008.

Le taux moyen de la dette servie aux prêts participatifs représente 4,10% pour 2008. Ce taux était de 4,11 % pour 2007.

5.3 EMISSIONS

VMG, tout en conservant comme objectif d'assurer le maintien de sa signature et la visibilité de son nom auprès des intervenants des marchés financiers, n'a procédé à aucune émission en 2008.

L'encours au 31 décembre 2008 des émissions réalisées par VMG se présente comme suit (montants en K€) :

Date d'émission	Montants	Taux	Échéances
20/04/99	500.000	4,375	28/04/09
25/07/00	150.000	4,375	28/04/09
05/10/00	150.000	4,375	28/04/09
04/12/00	500.000	6,00	28/10/11
30/07/02	800.000	5,25	30/07/12
10/04/03	100.000	5,25	30/07/12
30/06/03	800.000	3,75	29/07/13
28/11/03	700.000	3,75	29/07/13
09/12/04	500.000	3,125	28/01/10
09/12/04	500.000	4,125	30/01/17
16/11/05	250.000	3,50	28/01/16
	4.950.000		

L'ensemble des frais relatifs aux émissions (commissions de placement, de garantie, et autres frais) sont amortis sur la durée des emprunts. Cet amortissement représente un montant de 1,64 M€ pour l'exercice 2008 et il restait à répartir au 31/12/2008 un montant de 3,96 M€.

Au cours de l'exercice 2008, VMG a procédé :

- > au paiement de coupons sur les émissions pour un montant total de 289,8 M€ ;
- > au remboursement de trois lignes d'émission pour un total de 1 600 M€.

5.4 PRETS ET TITRES DE CREANCES NEGOCIABLES

Les émissions effectuées par VMG permettent de consentir des prêts au Crédit Foncier ou de souscrire des TCN émis par le Crédit Foncier, conformément aux dispositions des Contrats Cadres régissant ces opérations.

Au 31 décembre 2008, l'encours des BMTN s'élève à 4 916,3 M€.

Les intérêts courus non échus de ces BMTN se montent à 116,5 M€ au 31 décembre 2008

Des achats de TCN, réalisés pour l'essentiel sur la signature du Crédit Foncier de France, ont également été effectués en réemploi des sommes disponibles au titre des placements du compte ordinaire et du Compte d'Instruments Financiers. Au 31 décembre 2008 l'encours de ces placements s'élève à 2 049,5 M€ et les intérêts courus sur ces produits à 1,5 M€.

5.5 VALEURS MOBILIERES DE PLACEMENTS

Depuis juillet 2002, VMG n'acquiert plus de parts d'OPCVM mais uniquement des certificats de dépôt. Comme les années précédentes, ce poste présente donc un solde nul au 31 décembre 2008.

5.6 PRESENTATION DU COMPTE DE RESULTAT DE L'EXERCICE CLOS LE 31 DECEMBRE 2008

En M€

COMPTE DE RESULTAT AU 31 DECEMBRE 2008				
CHARGES		PRODUITS		RESULTAT
Rémunération des Prêts Participatifs	155,36	Rémunération des Parts de FCC	163,53	12,69
Rémunération de la réserve pour remboursement d'émissions	85,99	Produits de remplacement de la réserve pour remboursement d'émissions	90,51	
Intérêts sur Emissions	256,37	Intérêts sur Prêts et TCN	269,68	- 0,07
Frais sur Emissions	13,38	Charges à répartir	-	
Indemnités d'immobilisation des gages espèces	6,87	Produits de remplacement des provisions pour rémunération d'émissions et soultes	7,24	0,37
Autres Charges	6,60	Produits de remplacement du compte ordinaire	2,61	- 3,70
		Autres produits	0,29	
				9,31

Le résultat net de l'année 2008 s'établit à 9 309 957,45 € après un impôt sur les sociétés de 4 856 753 € (contre un résultat net de 10 822 740,60 € en 2007). La quasi-stabilité du résultat est le reflet du principe d'adossement entre la rémunération des actifs détenus et des charges au titre des passifs (voir 6.1.2.2 du présent document).

6. Aperçu des activités

6.1 PRESENTATION DE LA SOCIETE

6.1.1 Historique et évolution de la structure de la société pendant les dernières années

VMG est un véhicule de refinancement, destiné à refinancer la production du Crédit Foncier, et bénéficiant des meilleures notes accordées par Standard & Poor's, Moody's et FitchRatings.

Cette structure a un caractère souple et récurrent qui lui permet de procéder à des émissions d'obligations sur le marché domestique et international, dont le produit sera reprêté sous forme de souscription à des titres de créances négociables émis par le Crédit Foncier. Ces émissions bénéficieront de la notation long terme maximale de la part des Agences de Notation.

La structure VMG permet de répondre aux objectifs du Crédit Foncier tout en assurant aux investisseurs une sécurité maximale.

6.1.2 Description de la structure

6.1.2.1 Description Générale de la structure

Une entité du Groupe cède certaines de ses créances à des fonds communs de créances. Les parts ordinaires émises par ces FCC (ci-après les "**Parts**"), bénéficiant ou étant susceptibles de bénéficier d'une notation optimale de la part des Agences de Notation, sont souscrites par VMG, et les parts subordonnées sont souscrites par l'entité cédante du Groupe.

Le financement de l'acquisition des Parts de FCC est assuré par des Prêts Participatifs. Les Prêts Participatifs sont accordés par les entités cédantes dans le cadre d'une convention intitulée "**Convention-Cadre de Prêts Participatifs**" dont l'objet est d'assurer à VMG l'octroi d'un Prêt Participatif à chacune des dates d'acquisition de Parts de FCC. L'objet exclusif des Prêts Participatifs est de financer la souscription des Parts de FCC et la constitution de la Réserve pour Remboursement d'Emission visée au 6.1.2.2 i ci-après.

VMG peut, à tout moment, bénéficier d'Avances consenties par le Crédit Foncier de France dans le cadre d'un contrat intitulé "**Convention-Cadre d'Avances en Compte Courant**" dont l'objet est le financement de tous les frais de VMG qui ne sont pas exposés au titre de la gestion courante.

VMG, qui a pour objet de développer une activité de financement de programmes de titrisation du Crédit Foncier, fonctionne selon un principe d'adossement.

Compte tenu de la qualité de ses actifs, VMG peut émettre sur le marché des titres bénéficiant de notations optimales, pouvant prendre indifféremment la forme de bons à moyen terme négociables, d'obligations sur le marché domestique ou international ou faire appel à des emprunts bancaires, dont le produit est réemployé sous forme de Prêts à une entité du Groupe ou de souscription de TCN émis par une entité du Groupe.

Les Prêts ou les TCN souscrits, ont les mêmes caractéristiques financières que les Emissions (même montant, même taux majoré d'une marge de 0,01 ou 0,02 % l'an, même durée). Les Prêts sont accordés dans le cadre d'une convention intitulée "Contrat-Cadre de Prêts", les TCN souscrits par VMG dans le cadre d'une convention intitulée "Contrat-Cadre de Souscription de Titres de Créances Négociables".

Le **Contrat-Cadre de Prêts** et le **Contrat-Cadre de Souscription de TCN** organisent, après prise en compte d'un éventuel contrat d'échange de conditions d'intérêts, une parfaite

adéquation des conditions financières des Prêts consentis ou des TCN souscrits avec celles des Emissions ayant servi à les financer.

Pour assurer le remboursement des Emissions, même en cas de non-paiement par le CFF des sommes dues au titre des Prêts ou des TCN souscrits, VMG détient à son actif les Parts de FCC, éventuellement complétées par des valeurs mobilières en réemploi de la Réserve de Remboursement d'Emissions.

Pour assurer le paiement de tous les intérêts dus au titre des Emissions et non financés par les intérêts à recevoir au titre des Parts de FCC et, le cas échéant, de la Soulte d'Indemnisation due aux investisseurs en cas de Dénouement Anticipé, VMG bénéficie de Gages-Espèces réinvestis en valeurs mobilières.

6.1.2.2 Fonctionnement de la structure

En application de l'article 16 alinéa 2 des statuts de VMG, un ensemble de règles a été réuni dans un document intitulé "Règlement Intérieur". Le Règlement Intérieur définit les règles auxquelles les membres du Directoire de VMG devront se conformer pour la réalisation des opérations engagées par VMG. Le Conseil de Surveillance de VMG devra s'assurer du respect du Règlement Intérieur par le Directoire.

Le Règlement Intérieur, dont les principales dispositions sont exposées ci-après, a notamment pour objet :

1. de déterminer les caractéristiques possibles des Emissions de VMG au regard de ses actifs,
2. d'organiser les aspects opérationnels de ses refinancements,
3. et de faciliter la prise de décision en définissant a priori les informations financières qui devront figurer dans les rapports périodiques du Directoire au Conseil de Surveillance dans le cadre du contrôle de la gestion de VMG.

Le texte intégral du Règlement Intérieur est reproduit en Annexe page 81 du présent document de référence. Le Règlement Intérieur comprend, dans son Annexe 9, un lexique exhaustif de termes définis qui apparaissent avec des lettres majuscules dans le présent document de référence. Toutefois, pour faciliter la lecture du document de référence, la définition de certains termes définis employés ici a été reproduite.

i) Principe d'adossement

> L'encours des Parts de FCC a vocation à être supérieur à l'encours des Emissions. Toutefois, si l'amortissement des Parts de FCC devient plus rapide que l'amortissement du principal des Emissions, l'écart d'amortissement est conservé en réserve par VMG (ci-après la "**Réserve pour Remboursement d'Emission**") de sorte que l'encours des Parts de FCC majoré de la Réserve pour Remboursement d'Emission soit, à tout moment, supérieur ou égal à l'encours des Emissions.

Pour une description plus approfondie de la Réserve pour Remboursement d'Emission, se reporter au Règlement Intérieur (§3.1.1.2 et 3.1.3).

> Pour les besoins de la gestion de VMG, les Parts de FCC, les Prêts Participatifs, les Emissions, les Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts, les Prêts ou les TCN souscrits, sont regroupés au sein de compartiments de gestion (ci-après les "**Compartiments de Gestion**") en fonction du taux d'intérêt et de la convention de calcul retenus pour déterminer leur rémunération. Il y a autant de Compartiments de Gestion que de types de rémunération autorisés par le Règlement Intérieur.

Pour une description plus approfondie des Compartiments de Gestion, se reporter au Règlement Intérieur (§3.3).

> Pour chaque Compartiment de Gestion, la rémunération des Parts de FCC a vocation à être supérieure à la rémunération des Emissions. Le cas échéant, une provision pour rémunération d'émission (ci-après la "**Provision pour Rémunération d'Emission**") est constituée, de sorte que, en cas de défaut du paiement des intérêts dus au titre des Prêts consentis au Crédit Foncier de France ou des TCN souscrits, la rémunération des Parts de FCC majorée de la Provision pour Rémunération d'Emission permette à tout moment, le paiement des intérêts dus au titre des Emissions.

Pour une description plus approfondie de la Provision pour Rémunération d'Emission, se reporter au Règlement Intérieur (§3.1.1.1 et §3.1.2).

Le bilan et le compte de résultats de VMG retracent ce principe d'adossement et peuvent être découpés en classes au sein desquelles les actifs sont adossés aux passifs ou les produits sont adossés aux charges. A une classe du bilan correspond une classe du compte de résultat.

BILAN		COMPTE DE RESULTATS	
ACTIF	PASSIF	CHARGES	PRODUITS
Parts de FCC			Rémunération des Parts de FCC
Réserve pour Remboursement d'Emission	Prêts Participatifs	Rémunération des Prêts Participatifs	Produits de remplacement de la Réserve pour Remboursement d'Emission
Prêts / TCN	Emissions	Intérêts sur Emissions	Intérêts sur Prêts / Intérêts sur TCN
Provision pour Rémunération d'Emission			Produits de remplacement : des Provisions pour Rémunération d'Emission
Provision pour Soultes	Gages-Espèces	Indemnités d'Immobilisation des Gages-Espèces	et des Provision pour Soultes
Pertes dues aux charges imprévues	Avances	Charges imprévues	Pertes dues aux charges imprévues

> Dans les Cas de Dénouement Anticipé, tels que définis dans le Règlement Intérieur et notamment en cas de cessation des paiements du Crédit Foncier de France, les émissions ne sont plus remboursées aux dates et pour les montants des échéances contractuelles initiales mais font automatiquement l'objet d'une modification dans le profil de leur remboursement. Elles sont alors amorties à partir des amortissements des Parts de FCC et au rythme de ces amortissements. Une soulte est versée, le cas échéant, aux investisseurs pour compenser la perte financière éventuelle résultant de la différence entre (i) le paiement du nominal des émissions à leur échéance normale et des intérêts dus à leur date de paiement normal et (ii) les paiements de principal et d'intérêt effectués dans le cadre du nouvel échéancier. Le montant de cette soulte éventuelle est régulièrement provisionné par VMG (ci-après la "**Provision pour Soultes**").

Pour une description plus détaillée de la Provision pour Soultes, se reporter au Règlement Intérieur (§3.1.2).

> Les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soultes sont financées par des dépôts sous forme de Gage-Espèces constitués par le Crédit Foncier de France dans les livres de VMG et au bénéfice de VMG, en garantie de l'obligation contractée par le Crédit Foncier de France envers VMG au titre d'une convention intitulée "Convention-Cadre de Gage Espèces", de supporter la charge des Provisions pour Rémunération d'Emission et des Provisions pour Soultes.

Pour une description plus détaillée des Gages-Espèces, se reporter au Règlement Intérieur (§3.2.5).

> La trésorerie résultant de la Réserve pour Remboursement d'Emission, des Provisions pour Rémunération d'Emission et des Provisions pour Soultes est placée selon des règles d'emploi qui tendent à éliminer tout risque en capital. A cet effet, la trésorerie ne peut être placée qu'en :

- bons du Trésor libellés en Euros ; ou
- valeurs mobilières de créances libellées en Euros dotées d'une échéance et admises à la négociation sur un marché réglementé ou titres de créances négociables libellés en Euros et dotés d'une échéance, répondant aux critères de notation et de durée ci-dessous :

	S&P
durée > 1 an	AAA
60 jours < durée <= 1 an	A-1+
durée <= 60 jours	A-1

	Fitch
durée > 1 an	AAA
1 mois < durée <= 1 an	AA- / F1+ (*)
durée <= 1 mois	A / F1

(*) VMG pourra placer sa trésorerie auprès du Crédit Foncier de France pour une durée supérieure à un mois dès lors que l'investissement serait remboursé dans les trente (30) jours qui suivraient une dégradation par Fitch en dessous de A / F1.

	Moody's	
	LT	CT (**)
durée > 6 mois	Aaa	Prime-1
6 mois <= durée > 3 mois	Aa3	Prime-1
3 mois <= durée > 1 mois	A1	Prime-1
durée <= 1 mois	A2	Prime-1

(**) sauf pour les valeurs mobilières de créances d'une durée inférieure ou égale à 1 mois pour lesquelles une seule note est nécessaire

ou

- parts de FCP monétaires ou actions de SICAV monétaires libellés en Euros, notées au moins AAAm par S&P, Aaa et MR1+ par Moody's et AAA/V1 ou F1+ par Fitch.

Toute autre forme de placement doit être autorisée par les Agences de Notation.

Pour une description plus détaillée des règles de placement de la trésorerie, se reporter au Règlement Intérieur (§ 3.2.8).

ii) *Calendrier de fonctionnement*

La gestion des flux est effectuée sur une base trimestrielle, de Date de Paiement à Date de Paiement. Une "**Date de Paiement**" désigne les 28 janvier, 28 avril, 28 juillet et 28 octobre de chaque année civile, étant précisé que si une de ces dates n'est pas un Jour Ouvré pour EURONEXT ainsi que pour les établissements de crédits et institutions financières situés en France métropolitaine, la Date de Paiement sera reportée au Jour Ouvré suivant. Ainsi, les dates d'échéances en intérêts et principal des Parts de FCC, ainsi que celles des Emissions, des Prêts ou des TCN souscrits correspondent toujours à des Dates de Paiement.

Chaque trimestre, dans les deux semaines qui précèdent une Date de Paiement, le Directoire de VMG transmet au Conseil de Surveillance un rapport trimestriel de gestion qui détaille les événements intervenus au cours du trimestre, les paiements à intervenir à la prochaine Date de Paiement et les orientations de gestion pour le trimestre à venir.

Dans les deux semaines qui précèdent une Date de Paiement, le Conseil de Surveillance valide le Rapport Trimestriel de Gestion et autorise les paiements à intervenir à la prochaine Date de Paiement ainsi que certains actes de gestion pour le trimestre suivant.

iii) *Déroulement normal*

En mode de déroulement normal, le Directoire est autorisé à effectuer un certain nombre d'opérations d'investissement, de financement, de garantie, de trésorerie et de couverture dans le cadre de contrats-cadres préalablement conclus qui définissent les conditions propres à chaque acte de gestion. Après survenance d'un Cas de Dénouement Anticipé, le fonctionnement de VMG est strictement organisé sans laisser de latitude de gestion au Directoire.

La liste des actes de gestion que le Directoire est autorisé à accomplir est la suivante :

- la souscription de Parts de FCC ;
- l'obtention de Prêts Participatifs ;
- la demande d'Avances ;
- le lancement d'Emissions ;
- la conclusion de Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts ;
- l'obtention de Gages-Espèces ;
- l'octroi de Prêts ;
- la souscription de Titres de Créances Négociables ; et
- certains investissements et notamment le placement de la trésorerie de VMG.

L'ensemble des actes de gestion, leur cadre général, leur conditions préalables et leur procédure de mise en œuvre sont détaillés dans le Règlement Intérieur (§3.2).

En mode de Déroulement Normal, la réalisation de ces différents actes de gestion obéit aux principes suivants :

> A tout moment pendant un trimestre donné, le Directoire peut procéder à l'acquisition de Parts de FCC dans la limite des autorisations données par le Conseil de Surveillance à la fin du trimestre précédent. L'acquisition est effectuée au pair et financée par des Prêts Participatifs accordés par le cédant.

> A tout moment pendant un trimestre donné, le Directoire peut procéder à une Emission dans la limite des autorisations données par le Conseil de Surveillance à la fin du trimestre précédent. Une Emission doit (i) porter intérêt à un taux et selon des conventions de calcul conformes à celles figurant au Règlement Intérieur ou (ii) à défaut, faire l'objet d'un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts au titre duquel VMG paye à la contrepartie des intérêts à un taux et selon des conventions de calcul conformes à celles figurant au Règlement Intérieur et reçoit de la contrepartie l'intégralité des intérêts à payer au titre de l'Emission.

> Le produit d'une Emission doit être réemployé sous forme de Prêts à l'entité du Groupe ou de souscription de Titres de Créances Négociables émis par le cédant pour un montant, une

durée et un taux (majoré d'une marge de 0,01 ou 0,02 % l'an) identiques à ceux de l'Emission considérée (en tenant compte, le cas échéant, du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts).

> Les sommes dues au titre des Emissions d'un Compartiment de Gestion sont payées à partir des sommes reçues au titre des Prêts ou des TCN souscrits de ce même Compartiment de Gestion. VMG procède au paiement des sommes dues sur les Emissions dans l'ordre suivant :

- pour chaque Compartiment de Gestion, les sommes reçues par VMG au titre des intérêts et commissions sur les Prêts ou les TCN souscrits en cours sont affectées au paiement des commissions, frais récurrents puis aux intérêts sur les Emissions (en tenant compte des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts le cas échéant).
- pour chaque Compartiment de Gestion, les sommes en principal dues au titre des Emissions sont payées à partir des sommes reçues par VMG au titre du principal sur les Prêts ou les TCN souscrits.

Pour une description plus approfondie des règles d'allocation en mode de Déroulement Normal, se reporter au Règlement Intérieur (§ 3.3.1).

> A chaque Date de Paiement, si le Principal Restant Dû des Emissions est supérieur au Principal Restant Dû des Parts de FCC, du fait de l'amortissement des Parts de FCC intervenu à cette date, ledit amortissement est affecté en priorité à la Réserve pour Remboursement d'Emission pour un montant égal à ladite différence entre le Principal Restant Dû des Emissions et le Principal Restant Dû des Parts de FCC.

Le solde éventuel de l'amortissement des Parts de FCC est affecté au remboursement des Prêts Participatifs.

> A chaque Date de Paiement en période de déroulement normal, VMG verse à l'entité du Groupe, à titre de rémunération des Prêts Participatifs, des intérêts dont le montant, outre la partie fixe, est fonction des intérêts reçus des Parts de FCC et des produits financiers perçus au titre du placement de la Réserve pour Remboursement d'Emission.

> A chaque Date de Paiement, VMG verse des indemnités d'immobilisation sur les Gages-Espèces à partir des produits financiers perçus au titre du placement de la Provision pour Rémunération d'Emissions et la Provision pour Soutles.

Pour une description plus approfondie du mode de Déroulement Normal, se reporter au Règlement Intérieur (§2.3 et 3.3.1).

iv) Dénouement Anticipé

Lors de la survenance d'un Cas de Dénouement Anticipé, les principes de fonctionnement de VMG deviennent les suivants :

> VMG ne peut plus procéder à l'acquisition de Parts de FCC ni au lancement de nouvelles Emissions.

> Les intérêts payables par VMG au titre de chaque Emission ou de chaque Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts sont augmentés, le cas échéant, d'un montant égal à la majoration du taux d'intérêt éventuellement prévue dans ladite Emission ou ledit Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts.

> Les intérêts et le principal des Emissions deviennent exigibles à chaque Date de Paiement dans la limite des sommes disponibles à chaque Date de Paiement, de sorte que toutes les sommes dues au titre des Emissions sont payées dans ladite limite, à partir des sommes reçues au titre des Parts de FCC, et le cas échéant, de toutes autres sommes disponibles au titre des soutles et provisions figurant à l'actif de VMG.

> Aucun paiement en principal et en intérêts n'est exigible, et ne sera donc effectué, au titre des Prêts Participatifs, des Gages-Espèces et des Avances, tant que l'ensemble des sommes dues au titre des Emissions en cours ne sont pas intégralement payées.

> Les porteurs des titres des Emissions en cours et les contreparties de Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts reçoivent, le cas échéant, des soutles d'indemnisation dans la limite du

montant des Provisions pour Soultès existant à la date de survenance du Cas de Dénouement Anticipé.

> La répartition des flux encaissés par VMG se fait en affectant en priorité les flux encaissés sur les Parts de FCC d'un Compartiment de Gestion aux flux dus sur les Emissions de ce même Compartiment de Gestion.

> Pour chaque Compartiment de Gestion, les intérêts perçus sur les Parts de FCC sont affectés au paiement des commissions, puis aux frais récurrents, puis aux intérêts sur les Emissions (en tenant compte des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts le cas échéant).

> Pour chaque Compartiment de Gestion le principal perçu sur les Parts de FCC est affecté au remboursement séquentiel des Emissions dans l'ordre de leur durée de vie résiduelle, les Emissions les plus courtes étant remboursées en priorité. Le nominal de chaque Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts sera réduit au même rythme que l'amortissement de l'Emission à laquelle il est associé.

> Les montants reçus, le cas échéant, de l'entité du Groupe au titre du remboursement du principal ou du paiement des intérêts dus au titre des prêts ou des TCN souscrits en cours sont conservés en réserve et peuvent être utilisés, en cas de besoin, à la rémunération et au remboursement des Emissions de chaque Compartiment de Gestion. Pour chaque Compartiment de Gestion, les sommes résiduelles après rémunération et remboursement des Emissions sont conservées en réserve et peuvent être utilisées à la rémunération et au remboursement des Emissions d'autres Compartiments de Gestion.

Pour une description plus approfondie du mode de Dénouement Anticipé et de l'allocation des flux, se reporter au Règlement Intérieur (§2.4 et 3.3.2).

6.1.2.3 Intervenants

a) Sous-traitance de la gestion

VMG a délégué au Crédit Foncier l'exécution, au nom et pour le compte de VMG, des actes juridiques et matériels nécessaires à l'exécution par VMG de ses obligations, dans des conditions définies dans un contrat intitulé "**Contrat de Sous-Traitance**" et en conformité avec le Règlement Intérieur.

Le Crédit Foncier, en sa qualité de sous-traitant, assure le service de la comptabilité, le secrétariat juridique et la gestion administrative des opérations décidées et rend compte de sa mission mensuellement au Directoire.

b) Relations entre le Directoire et le Conseil de Surveillance

Les relations entre les deux organes de direction et de contrôle de VMG ont été codifiées dans le Règlement Intérieur au paragraphe 4.

6.1.3 Résultat

6.1.3.1 Résultat de l'exercice – affectation

L'exercice clos le 31 décembre 2008 se traduit par un bénéfice de 9 309 957,45 € (contre 10.822.740,60 € pour l'exercice précédent).

- Résultat de l'exercice	9 309 957,45 €
- Report à nouveau exercice précédent	17 859 846,14 €
Soit à affecter	<hr/> 27 169 803,59 €

Le résultat de l'exercice est affecté de la façon suivante :

- Distribution de dividendes	23 028 268,96 €
- Réserve légale	465 497,87 €
- Report à nouveau de l'exercice	3 676 036,76 €
	<hr/>
Soit affecté	27 169 803,59 €

Cette distribution représente un montant de 389,81 euros net par action.

Conformément aux dispositions de l'article 243 bis du Code général des impôts, il est précisé que le dividende perçu par les actionnaires personnes physiques, est éligible à l'abattement de 40% prévu au 2° du 3 de l'article 158 dudit code.

Paielement du dividende en actions

Le Directoire proposera à l'assemblée d'octroyer aux actionnaires, conformément à l'article 42 des statuts, l'option de recevoir le paiement du dividende de l'exercice clos le 31 décembre 2008 en actions (deuxième résolution). Cette option portera sur la totalité du dividende à recevoir. Conformément à la loi, le Directoire a procédé à la fixation du prix d'émission de l'action en divisant le montant des capitaux propres figurant au bilan de l'exercice soumis à approbation, après répartition, par le nombre d'actions existantes ; le prix d'émission de l'action ressort ainsi à 417,94 euros. Si le montant du dividende ne correspond pas à un nombre entier d'actions, les actionnaires pourront obtenir le nombre entier d'actions immédiatement inférieur complété d'une soulte en espèces.

Les actionnaires qui demanderont le paiement du dividende en actions pourront exercer leur option à compter du 19 juin 2009 jusqu'au 10 juillet 2009 inclus auprès de la Société. Après l'expiration de ce délai, le dividende sera payé en numéraire, le règlement intervenant le 15 juillet 2009. Les actions émises en paiement du dividende seront créées jouissance du 1er janvier 2009.

6.1.3.2 Tableau des résultats des cinq derniers exercices

Au présent rapport est annexé, conformément aux dispositions de l'article R225-103 du Code de commerce, le tableau faisant apparaître les résultats de la société au cours de chacun des cinq derniers exercices.

Résultats financiers de la société au cours des cinq derniers exercices
(Articles R225-82, R225-83 et R225-102 du Code de commerce)

NATURE DES INDICATIONS	EXERCICE DU 01-01-2004 AU 31-12-2004	EXERCICE DU 01-01-2005 AU 31-12-2005	EXERCICE DU 01-01-2006 AU 31-12-2006	EXERCICE DU 01-01-2007 AU 31-12-2007	EXERCICE DU 01-01-2008 AU 31-12-2008
SITUATION FINANCIERE EN FIN D'EXERCICE					
Capital social	228.674,00 €	1.727.937,81 €	10.208.370,00 €	19.310.626,35 €	19.310.626,35 €
Nombres d'actions émises	15.000	19.961	39.583	59.076	59.076
Nombre d'obligations convertibles en actions					
RESULTAT GLOBAL DES OPERATIONS EFFECTIVES					
Chiffre d'affaires hors taxes (1)	633.698.492,30 €	660.906.146,71 €	653.204.091,97 €	614.864.217,80 €	526.098.049,14 €
Résultat avant impôt, amortissements, dépréciations et provisions	11.294.312,44 €	19.584.462,33 €	13.609.788,89 €	14.484.014,16 €	12.524.651,09 €
Impôt sur les sociétés	3.066.275,00 €	5.921.592,00 €	5.464.186,00 €	5.654.759,00 €	4.856.753,00 €
Résultat après impôt, amortissements, dépréciations et provisions	5.647.958,94 €	11.078.048,17 €	10.480.073,03 €	10.822.740,60 €	9.309.957,45 €
Montant des résultats distribués (2)	1.500.000,00 €	8.483.425,00 €	9.104.090,00 €	- €	- €
RESULTAT DES OPERATIONS A UNE SEULE ACTION					
Résultat après impôt, mais avant amortissements, dépréciations et provisions	548,54 €	684,48 €	205,79 €	149,46 €	129,80 €
Résultat après impôt, amortissements, dépréciations et provisions	376,53 €	554,98 €	264,76 €	183,20 €	157,59 €
Dividende versé à chaque action (2)	100,00 €	425,00 €	230,00 €	- €	- €
PERSONNEL					
Effectif moyen des salariés	-	1,25	1,00	1,00	1,00
Montant de la masse salariale	-	123.472,23 €	30.000,00 €	12.499,98 €	20.000,04 €
Montant des sommes versées au titre des avantages sociaux (Sécurité sociale, oeuvres sociales, etc.....)	-	34.335,84 €	8.436,43 €	3.431,60 €	6.123,85 €

(1) Compte tenu de l'activité courante de la société VMG, la notion de chiffre d'affaires exprimée dans ce tableau comprend outre les prestations de service correspondant aux refacturations de charges mais également les produits financiers issus des parts de fonds communs de créances, des prêts consentis et des placements CDN.

(2) Au cours des exercices clos les 31/12/2007 et 31/12/2008, aucun acompte sur dividendes n'a été distribué.

6.1.4 Implantation géographique

Le seul établissement de VMG est son siège social.

6.2 INFORMATION SUR LES TENDANCES

6.2.1 Evènement récent

VMG n'a enregistré aucun évènement récent intéressant l'évaluation de sa solvabilité. Aucune émission ni aucun achat de parts de FCT n'ont été réalisés en 2008.

Le Règlement Intérieur de VMG a évolué en 2008 pour prendre en compte :

- les contraintes actuelles des Agences de Notation en matière de placement de trésorerie
- les évolutions de la réglementation relative à la titrisation (apparition de Fonds Communs de Titrisation en lieu et place des Fonds Communs de Créances)
- la disparition d'Entenial, suite à la fusion avec le Crédit Foncier de France.

6.2.2 Perspectives d'avenir

VMG poursuivra sa vocation de véhicule de refinancement du Groupe Crédit Foncier, aux côtés de la Compagnie de Financement Foncier, et de GCE Covered Bonds au sein du Groupe Caisse d'Épargne, en utilisant ses forces, notamment son absence totale d'exposition au risque de liquidité.

6.2.3 Changement significatif

Aucun changement significatif de la situation financière ou commerciale de VMG n'est survenu entre le 6 mars 2009, date d'arrêté des comptes par le Directoire et la date de dépôt de ce document de référence.

7. Organigramme

7.1 DESCRIPTION DU GROUPE D'APPARTENANCE ET PLACE DE L'EMETTEUR

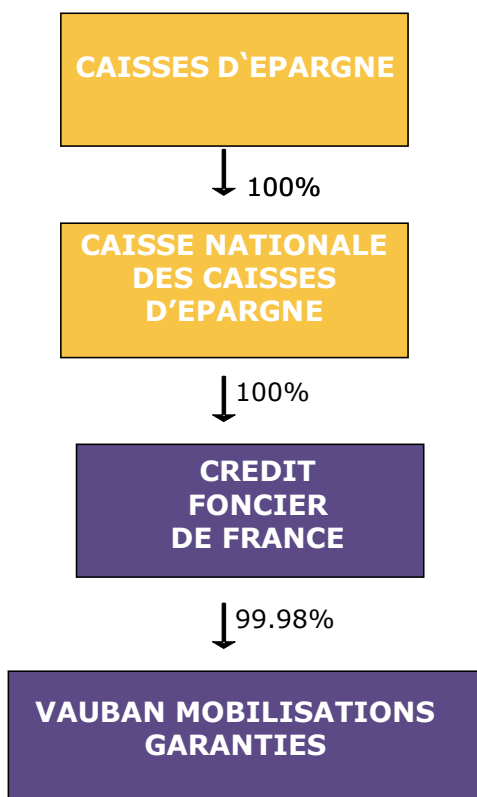
Vauban Mobilisations Garanties (VMG) est une société majoritairement détenue par le Crédit Foncier.

VMG est l'un des deux véhicules de refinancement AAA du Crédit Foncier aux côtés de la Compagnie de Financement Foncier.

VMG, par suite des opérations touchant le capital de son propre actionnaire majoritaire, est désormais intégrée dans le Crédit Foncier (Groupe Caisse d'Épargne) dont il est une filiale directe. Au 31 décembre 2008, le capital de VMG est détenu à hauteur de 99,98 % par le Crédit Foncier de France qui possède 59 068 actions.

Focus sur la position de Vauban Mobilisations Garanties au sein du Groupe Caisse d'Épargne

Au 31 mars 2009 :



7.2 LIEN DE DEPENDANCE VIS-A-VIS D'AUTRES ENTITES DU GROUPE

VMG est liée au Crédit Foncier de France par des contrats financiers qui sont énumérés au chapitre 10 du présent document. Ces contrats n'entraînent aucune dépendance financière de VMG vis-à-vis du Crédit Foncier mais peuvent avoir une importance significative dans la structure décrite à l'article 6.1.2. En effet, le non-respect par le Crédit Foncier de ses obligations vis-à-vis de VMG au titre de ces contrats ou leur non-renouvellement constitue un cas de dénouement anticipé dont les conséquences sont décrites au chapitre 6 du présent document ainsi que dans le Règlement Intérieur.

8. Organes d'administration, de direction et de surveillance (*)

8.1 COMPOSITION DES ORGANES DE DIRECTION

VMG est dirigé par un Directoire placé sous le contrôle du Conseil de Surveillance.

Pour une description plus approfondie du fonctionnement des organes de direction et de contrôle, se reporter au Règlement Intérieur (Chapitres 2 et 4).

8.1.1 Mandataires sociaux et adresses professionnelles

8.1.1.1 Composition du Directoire et du Conseil de Surveillance

Directoire

- **Sandrine GUERIN** (membre du Directoire depuis le 21 octobre 2004 et Président du Directoire depuis le 20 avril 2005)
*Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy – 94220 Charenton-Le-Pont*
- **Alain CARRON** (Directeur Général et membre du Directoire depuis le 26 janvier 2007)
*Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy – 94220 Charenton-Le-Pont*
- **Frédéric CHASSOT** (membre du Directoire depuis le 26 janvier 2007)
*Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy – 94220 Charenton-Le-Pont*
- **Paul DUDOIT** (membre du Directoire depuis le 24 juillet 2008)
*Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy – 94220 Charenton-Le-Pont*

Conseil de surveillance

- **Gérard BARBOT** (membre du conseil de surveillance depuis le 22 avril 2004 et Président du conseil de surveillance depuis le 22 juin 2004)
3, chemin de la Brèche – 78750 Mareil Marly
- **François-Xavier DE FOURNAS, décédé le 30 mars 2008** (membre du conseil de surveillance depuis le 13 juillet 2004 et Vice-président du conseil de surveillance depuis le 21 octobre 2004)
14, rue Jean Richepin – 75116 Paris
- **Antoine COUTIERE** (censeur depuis le 18 juin 2007)
7 rue Gustave Nadaud – 75116 Paris
- **Thierry DUFOUR** (membre du conseil de surveillance jusqu'au 28 juin 2006 et représentant permanent du Crédit Foncier, membre du conseil de surveillance depuis le 28 juin 2006.)
*Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy – 94220 Charenton-Le-Pont*
- **Pierre VAJDA** (membre du conseil de surveillance depuis le 26 janvier 2007)
*26 rue Campestra
06400 CANNES*
- **Robert RAYMOND** (membre du conseil de surveillance depuis le 26 janvier 2007)
*5 rue de Beaujolais
75001 PARIS*

(*) La Société inscrit son action et le fonctionnement de ses organes sociaux dans le cadre des pratiques de gouvernement d'entreprise en vigueur en France.

8.1.1.2 Liste des mandats sociaux

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-102-1, al. 3 du Code de commerce, nous vous communiquons ci-après la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société par chacun des mandataires sociaux de la Société.

Concernant les membres du Directoire

- **Sandrine GUERIN**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
FINANCIERE DESVIEUX – SA	Président Directeur Général
COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER – SA	Directeur général délégué Administrateur
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Président du Directoire
MANDATS D'ADMINISTRATEUR ET DE MEMBRE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	
Société	Fonction
FONCIER COURT TERME – SICAV	Administrateur (jusqu'au 27 octobre 2008)
FONCIER PARTICIPATIONS	Administrateur
SWISS PUBLIC FINANCE SOLUTIONS – SA	Administrateur
AUTRES MANDATS ET FONCTIONS	
Société	Fonction
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Directeur des Opérations Financières
FHE	Représentant du CFF
ECBC	Président adjoint

- **Alain CARRON**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES – SACS	Membre du Directoire - Directeur Général
AUTRES MANDATS ET FONCTIONS	
Société	Fonction
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Directeur Titrisation

- **Frédéric CHASSOT**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Membre du Directoire
AUTRES MANDATS ET FONCTIONS	
Société	Fonction
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Directeur Adjoint Titrisation Interne

- **Paul DUDOUIT**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Membre du Directoire
AUTRES MANDATS ET FONCTIONS	
Société	Fonction
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Directeur Adjoint Marché Primaire

Concernant les membres du Conseil de surveillance

- **Gérard BARBOT**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Président du Conseil de surveillance
MANDATS D'ADMINISTRATEUR ET DE MEMBRE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	
Société	Fonction
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Administrateur
ODDO ET CIE - SACA	Membre du Conseil de Surveillance
LA BANQUE POSTALE - SACS	Membre du Conseil de Surveillance
LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT - SACS	Membre du Conseil de Surveillance
GEOPOST - SA	Administrateur
AUTRES MANDATS ET FONCTIONS	
Société	Fonction
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Membre du Comité Stratégique
GCI - SACA	Gérant

- **François-Xavier DE FOURNAS**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
BANQUE INTERNATIONALE DE COMMERCE (GROUPE BRED BANQUE POPULAIRE)	Vice-Président du Conseil de surveillance
SOCIETE D'HLM " LE FOYER POUR TOUS"	Vice-Président
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Vice-Président du Conseil de Surveillance
MANDATS D'ADMINISTRATEUR ET DE MEMBRE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	
Société	Fonction
BERGERAT-MONNOYEUR	Membre du Conseil de Gérance
FONCIER EXPERTISE SA	Administrateur

- **Thierry DUFOUR**

MANDATS DE DIRECTION	
Société	Fonction
COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER - SA	Président Directeur Général
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Directeur général délégué
COMPTOIR FINANCIER DE GARANTIE - SA	Président Directeur Général
MANDATS D'ADMINISTRATEUR ET DE MEMBRE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	
Société	Fonction
CICOBAIL - SA	Représentant permanent du Crédit Foncier, Administrateur
COMPAGNIE FONCIERE DE CREDIT - SA	Représentant permanent du Crédit Foncier, Administrateur
FINANCIERE DESVIEUX - SA	Administrateur
FONCIER EXPERTISE - SAS (SA jusqu'au 12/12/2008)	Administrateur jusqu'au 12/12/2008
PICARDIE-BAIL - SA (Fusion - absorption)	Représentant du Crédit Foncier, Administrateur jusqu'au 17/12/2008
SOCRELOG - SA (TUP)	Administrateur jusqu'au 17/12/2008
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Représentant permanent du Crédit Foncier, Membre du Conseil de Surveillance
AUTRES MANDATS ET FONCTIONS	
SCI VALENCE	Représentant légal du Crédit Foncier, Gérant jusqu'au 31/12/2008

- **Robert RAYMOND**

MANDATS D'ADMINISTRATEUR ET DE MEMBRE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	
Société	Fonction
BANQUE D'ESCOMPTE	Administrateur et Président du Comité d'audit
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Membre du Conseil de Surveillance

- **Pierre VAJDA**

MANDATS D'ADMINISTRATEUR ET DE MEMBRE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	
Société	Fonction
CREDIT MUNICIPAL DE PARIS-BANQUE	Administrateur et Président du Conseil d'Administration
ASSOCIATION POUR LE DROIT A L'INITIATIVE ECONOMIQUE	Administrateur
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Membre du Conseil de Surveillance

8.1.1.3 Rémunération des mandataires sociaux

Compte rendu de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés durant l'exercice écoulé à chaque mandataire social, par la société, les sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 du Code de commerce ou la société qui contrôle, au sens du même article, la société dans laquelle le mandat est exercé.

Rémunérations versées aux membres du Conseil de Surveillance durant l'exercice 2008

Tableau de synthèse des rémunérations et des options et actions attribuées à chaque dirigeant mandataire social		
	Exercice 2007	Exercice 2008
Mme. Sandrine GUERIN Membre du Directoire Président du Directoire	585 047	632 047
M. Alain CARRON Membre du Directoire Directeur général	440 064	425 376
Rémunérations dues au titre de l'exercice	0	0
Valorisation des options attribuées au cours de l'exercice	0	0
Valorisation des actions de performance attribuées au cours de l'exercice	0	0
TOTAL	1 025 111	1 057 423

Tableau récapitulatif des rémunérations de chaque dirigeant mandataire social				
Mme. Sandrine GUERIN Président du Directoire	Exercice 2007		Exercice 2008	
	Montants dus	Montants versés	Montants dus	Montants versés
Rémunération fixe	0	246.924	0	264.284
Rémunération variable	0	326.500	0	347.000
Rémunération exceptionnelle	0	7.873	0	14.013
Jetons de présence	0	3.750	0	3.750
Avantages en nature	0	0	0	3.000
TOTAL	0	585.047	0	632.047

Tableau récapitulatif des rémunérations de chaque dirigeant mandataire social				
M. Alain CARRON Membre du Directoire Directeur général	Exercice 2007		Exercice 2008	
	Montants dus	Montants versés	Montants dus	Montants versés
Rémunération fixe	0	205.678	0	210.066
Rémunération variable	0	230.000	0	201.987
Rémunération exceptionnelle	0	4.386	0	13.323
Jetons de présence	0	0	0	0
Avantages en nature	0	0	0	0
TOTAL	0	440.064	0	425.376

Tableau récapitulatif des rémunérations de chaque mandataire social non dirigeant		
Mandataires sociaux non dirigeants	Montants versés au cours de l'exercice 2007	Montants versés au cours de l'exercice 2008
M. Gérard BARBOT	19 950	21 500
Jetons de présence 1	6 750	7 500
Autres rémunérations 1	13 200	14 000
M. François-Xavier DE FOURNAS	7 200	1 050
Jetons de présence 2	3 000	0
Autres rémunérations 2	4 200	1 050
M. Pierre VAJDA	3 750	3 000
Jetons de présence 3	3 750	3 000
Autres rémunérations 3	0	0
M. Robert RAYMOND	3 750	3 000
Jetons de présence 4	3 750	3 000
Autres rémunérations 4	0	0
M. Thierry DUFOUR	563 461	467 208
Jetons de présence 5	10 000	11 500
Autres rémunérations 5	553 461	455 708
CREDIT FONCIER DE FRANCE	3 750	1 500
Jetons de présence 6	3 750	1 500
Autres rémunérations 6	0	0
M. Antoine COUTIERE	2 250	3 000
Jetons de présence 7	2 250	3 000
Autres rémunérations 7	0	0
Frédéric CHASSOT	184 454	194 856
Jetons de présence 8	0	0
Autres rémunérations 8	184 454	194 856
Paul DUDOIT	Non membre du Directoire en 2007	182 907
Jetons de présence 9		0
Autres rémunérations 9		182 907
TOTAL	788 565	878 021

Dirigeants Mandataires Sociaux	Contrat de Travail		Régime de retraite supplémentaire		Indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou changement de fonctions		Indemnité relatives à une clause de non concurrence	
	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non
Mme Sandrine GUERIN Président du Directoire Date début Mandat: 20/04/2005 Membre du Directoire Date début Mandat: 21/10/2004		X		X		X		X
M. Alain CARRON Directeur général Date début Mandat: 26/01/2007 Membre du Directoire Date début Mandat: 26/01/2007		X		X		X		X

8.2 Conflits d'intérêt au niveau des organes d'administration, de direction et de surveillance

Il n'existe pas de conflit d'intérêt potentiel entre les obligations des membres du Directoire et du Conseil de surveillance de l'Émetteur et leurs intérêts personnels.

9. Principaux actionnaires

9.1 REPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE

9.1.1 Répartition du capital et des droits de vote

Au 31 décembre 2008, le capital de VMG est détenu à 99,98 % par le Crédit Foncier de France qui possède 59 068 actions. Le reste du capital de VMG, à savoir 0,02 %, est réparti entre tous les membres du Conseil de Surveillance de VMG et autres personnes physiques.

Il n'existe pas d'actions avec droit de vote double ni nantissement sur le capital.

9.1.2 Contrôle sur l'émetteur

Au 31 décembre 2008, VMG est contrôlé et consolidé par le Crédit Foncier de France qui détient cette société à 99,98 %.

9.1.3 Organigramme du groupe

VMG est une filiale directe du Crédit Foncier (Groupe Caisse d'Épargne).

Pour plus de renseignements concernant le Crédit Foncier de France, se reporter au document de référence du Crédit Foncier de France déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers et disponible sur le site internet de cette dernière (www.amf-france.org).

9.2 ACTIONS DE LA SOCIETE DETENUES PAR LES DIRIGEANTS

Chacun des membres du Conseil de Surveillance détient au moins une action de la Société. Il n'existe pas d'options de souscription ou d'achat d'actions de la Société.

9.3 CONVENTIONS REGLEMENTEES

Le Conseil de Surveillance a autorisé, conformément aux dispositions de l'article L. 225-86 du Code de commerce, la signature des conventions suivantes, prévues par le Règlement Intérieur de VMG (reproduit en Annexe du présent Document de Référence page 81) :

- > convention-Cadre de Prêts Participatifs ;
- > contrat-Cadre de Prêts ;
- > contrat-Cadre de Souscription de Titres de Créances Négociables ;
- > convention-Cadre de Gages-Espèces ;
- > convention d'Avances en Compte Courant d'Associés ;
- > contrat de Sous-Traitance ;
- > contrat-Cadre Général ;
- > convention de Gestion de Trésorerie.
- > convention de garantie du Crédit Foncier sur PTR

Ces Conventions ou Contrats ont été intégralement repris par le Crédit Foncier de France.

9.4 INTERESSEMENT DU PERSONNEL

Au 31 décembre 2008, VMG ne disposant pas de personnel propre, il n'existe pas de schéma d'intéressement ni de participation dans la société. Par ailleurs, il n'existe pas non plus de plans d'options de souscription ou d'achat d'actions au 31 décembre 2008.

10. Informations financières concernant le patrimoine, la situation financière et les résultats de l'émetteur

10.1 INFORMATIONS FINANCIERES HISTORIQUES DE VMG

Etats financiers certifiés de VMG au 31 décembre 2008 :

BILAN (en euros)	Exercice 2008			Exercice 2007
	Brut	Amort / Prov	Net	Net
ACTIF				
IMMOBILISATIONS FINANCIERES				
Autres participations	3 208 423 226,39	-	3 208 423 226,39	4 421 091 489,54
Créances rattachées à participations	25 097 088,60	-	25 097 088,60	34 660 062,63
Total I	3 233 520 314,99	-	3 233 520 314,99	4 455 751 552,17
ACTIF CIRCULANT				
Créances clients et comptes rattachés	-	-	-	-
Autres créances	5 654 759,00	-	5 654 759,00	-
Titres de créances négociables	7 083 910 765,89	-	7 083 910 765,89	9 054 796 353,37
Valeurs Mobilières de Placement	-	-	-	-
Disponibilités	97 727,48	-	97 727,48	268 470,65
Charges constatées d'avance	3 524 579,47	-	3 524 579,47	4 544 958,85
Total II	7 093 187 831,84	-	7 093 187 831,84	9 059 609 782,87
Comptes de régularisation – frais d'émission	3 957 888,69	-	3 957 888,69	5 599 948,05
Primes de remboursement	34 319 551,64	-	34 319 551,64	47 008 121,35
TOTAL GENERAL	10 364 985 587,16	-	10 364 985 587,16	13 567 969 404,44
	Exercice 2008			Exercice 2007
PASSIF				
CAPITAUX PROPRES				
Capital social			19 310 626,35	19 310 626,35
Réserve légale			1 237 934,46	696 797,43
Report à nouveau			17 859 846,14	7 578 242,57
Résultat de l'exercice précédent			-	-
Résultat de l'exercice			9 309 957,45	10 822 740,60
Total I			47 718 364,40	38 408 406,95
PROVISIONS				
Provisions			-	-
Total II			-	-
DETTES				
Emprunts obligataires			5 067 198 530,28	6 701 649 229,04
Emprunts et dettes financières divers			5 224 885 377,29	6 793 745 771,73
Dettes fournisseurs et comptes rattachés			175 362,50	186 067,48
Dettes fiscales et sociales			2 821,23	193 087,55
Autres dettes			-	-
Produits constatés d'avance			25 005 131,46	33 786 841,69
Total III			10 317 267 222,76	13 529 560 997,49
TOTAL GENERAL			10 364 985 587,16	13 567 969 404,44

Détail de certains postes de l'actif (en Euros)

	31/12/2008	31/12/2007
CREANCES CLIENTS ET COMPTES RATTACHES		
- Clients - prestations de services	-	-
- Clients - factures à établir	-	-
	-	-
AUTRES CREANCES		
- TVA déductible s/biens & services	-	-
- TVA sur factures non reçues	-	-
- TVA - crédit à reporter	-	-
- Débiteurs divers	-	-
- Compte courant - CFF lintégration fiscale	-	-
- Etat - impôt sur les bénéfices	5.654.759,00	-
- Etat - IFA	-	-
	5.654.759,00	-
TITRES DE CREANCES NEGOCIABLES		
- Certificats de dépôt négociables	2.049.536.205,00	2.389.800.047,00
- Intérêts courus s/certificats de dépôt négociables	1.537.154,28	10.220.376,24
- BMTN - CFF	4.916.306.417,00	6.503.951.317,00
- Intérêts courus s/BMTN - CFF	116.530.989,61	150.824.613,13
	7.083.910.765,89	9.054.796.353,37
COMPTE DE REGULARISATION		
- Frais d'émission d'emprunts	3.957.888,69	5.599.948,05
- Charges actuarielles sur emprunts obligataires	-	-
	3.957.888,69	5.599.948,05
PRIMES DE REMBOURSEMENT DES OBLIGATIONS		
- Primes de remboursement des obligations	30.895.616,83	42.638.415,47
- Charges actuarielles sur emprunts obligataires	3.423.934,81	4.369.705,88
- Primes d'émission des obligations	-	-
	34.319.551,64	47.008.121,35

Détail de certains postes du passif (en Euros)

	31/12/2008	31/12/2007
AUTRES EMPRUNTS OBLIGATAIRES		
- Autres emprunts obligataires	4.950.000.000,00	6.550.000.000,00
- Primes d'émission des autres emprunts obligataires	3.244.431,92	4.173.255,16
- Intérêts courus s/autres emprunts obligataires	113.954.098,36	147.475.973,88
	5.067.198.530,28	6.701.649.229,04
EMPRUNTS & DETTES FINANCIERES DIVERSES		
- Gages espèces CFF	236.571.762,00	195.267.211,00
- Réserve pour Remboursement d'émissions	1.741.576.773,61	2.128.908.510,46
- Emprunts participatifs	3.208.423.226,39	4.421.091.489,54
- Intérêts courus s/ gages espèces CFF	249.463,86	1.301.160,83
- Intérêts courus s/plact réserve p/rembt d'émissions CFF	9.365.164,23	14.250.340,40
- Intérêts dus s/emprunts participatifs (IF + IVA)	23.842.234,20	32.927.059,50
- Compte courant - CFF Intégration fiscale	4.856.753,00	-
	5.224.885.377,29	6.793.745.771,73
DETTES FOURNISSEURS ET COMPTES RATTACHES		
- Fournisseurs - achats	-	-
- Fournisseurs - factures non reçues	175.362,50	186.067,48
	175.362,50	186.067,48
DETTES FISCALES & SOCIALES		
- Charges sociales	2.165,67	2.244,58
- Personnel - autres charges à payer	246,00	153,75
- Etat - impôt sur les bénéfices	-	190.573,00
- TVA collectée	-	-
- TVA à décaisser	-	-
- TVA s/factures à établir	-	-
- Etat - charges à payer	409,56	116,22
	2.821,23	193.087,55
AUTRES DETTES		
- Jetons de présence & autres rémunérations	-	-
- Compte transitoire CFF	-	-
- Actionnaires - dividendes à payer	-	-
	-	-

(EN EUROS)

COMPTE DE RESULTAT	EXERCICE 2008 12 MOIS	EXERCICE 2007 12 MOIS
PRODUITS D'EXPLOITATION		
- Prestations de service	275.534,70	274.534,70
<i>Chiffres d'affaires nets</i>	275.534,70	274.534,70
- Transfert de charges	-	-
- Autres produits	-	-
TOTAL DES PRODUITS D'EXPLOITATION	275.534,70	274.534,70
CHARGES D'EXPLOITATION		
- Autres achats et charges externes	1.572.917,50	1.596.480,48
- Impôts, taxes et versements assimilés	111.974,60	110.970,15
- Salaires et traitements	20.000,04	12.499,98
- Charges sociales	6.123,85	3.431,60
- Dotations aux amort. charges à répartir	-	-
- Dotations aux dépréciations et provisions sur actifs circulants	-	-
- Autres charges	28.550,00	37.650,00
TOTAL DES CHARGES D'EXPLOITATION	1.739.565,99	1.761.032,21
RESULTAT D'EXPLOITATION	- 1.464.031,29	- 1.486.497,51
PRODUITS FINANCIERS		
- Produits financiers des participations	163.533.778,26	222.063.844,47
- Produits financiers des BMTN & CDN	370.050.067,03	399.857.354,47
- Autres intérêts et produits assimilés	19.391,42	55.243,39
- Transfert de charges	-	-
- Produits nets sur cessions valeurs mobilières de placement	-	-
TOTAL DES PRODUITS FINANCIERS	533.603.236,71	621.976.442,33
CHARGES FINANCIERES		
- Dotations financières aux amorts, dépréciations et provisions	13.384.858,00	14.171.704,34
- Intérêts et charges assimilées	504.587.636,97	589.840.740,88
- Frais sur émissions d'emprunts	-	-
- Autres charges financières	-	-
TOTAL DES CHARGES FINANCIERES	517.972.494,97	604.012.445,22
RESULTAT FINANCIER	15.630.741,74	17.963.997,11
RESULTAT COURANT AVANT IMPOTS	14.166.710,45	16.477.499,60
PRODUITS EXCEPTIONNELS		
- Sur opérations de gestion	-	-
- Sur opérations en capital	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
- Reprise sur dépréciations, provisions et transfert de charges	-	-
TOTAL DES PRODUITS EXCEPTIONNELS	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
CHARGES EXCEPTIONNELLES		
- Sur opérations de gestion	-	-
- Sur opérations en capital	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
TOTAL DES CHARGES EXCEPTIONNELLES	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
RESULTAT EXCEPTIONNEL	-	-
IMPOT SUR LES BENEFICES	4.856.753,00	5.654.759,00
TOTAL DES PRODUITS	1.746.547.034,56	1.764.726.246,38
TOTAL DES CHARGES	1.737.237.077,11	1.753.903.505,78
RESULTAT DE L'EXERCICE	9.309.957,45	10.822.740,60

Détail de certains postes du compte de résultat (en Euros)

	31/12/2008	31/12/2007
PRODUCTION VENDUE (BIENS & SERVICES)		
- Prestations - refacturation à CFF	275 534,70	274 534,70
	275 534,70	274 534,70
PRODUITS FINANCIERS DES BMTN & CDN		
- Revenus des BMTN	261 922 742,95	308 127 111,61
- Surcôte - décôte BMTN	7 761 330,85	7 331 515,84
- Revenus des Certificats de dépôt négociables	100 365 993,23	84 398 727,02
	370 050 067,03	399 857 354,47
AUTRES ACHATS ET CHARGES EXTERNES		
- commission de sous-traitance CFF	304 898,03	304 898,03
- Sous traitance générale	1 388,74	1 357,13
- Honoraires	157 643,96	78 446,36
- Frais d'actes et de contentieux	232,51	1 259,01
- Divers	5 168,87	117,21
- Annonces, insertions et publicité	2 508,67	3 486,56
- Publications	-	23 920,00
- Voyages et déplacements	-	696,50
- Reception	-	-
- Services bancaires	-	-
- Frais sur titres (achat, vente, garde)	120 000,00	90 000,00
- Commissions annuelles s/emissions	500,00	-
- Autres frais & commissions	275 534,70	274 534,70
- commissions de gestion de trésorerie CFF	352 521,01	408 882,49
- commissions de mandat Foncier Titrisation	352 521,01	408 882,49
	1 572 917,50	1 596 480,48
IMPOTS, TAXES ET VERSEMENTS ASSIMILES		
- Taxe professionnelle	55,00	55,00
- Taxe sur les salaires	1 673,35	758,40
- Taxe d'apprentissage & formation continue	246,25	156,75
- Imposition Forfaitaire Annuelle	110 000,00	110 000,00
	111 974,60	110 970,15
SALAIRES ET TRAITEMENTS		
- Salaires & appointements	20 000,04	12 499,98
- Primes & gratifications	-	-
	20 000,04	12 499,98
CHARGES SOCIALES		
- URSSAF	4 330,22	2 710,79
- Caisses de retraites	1 079,63	720,81
- ASSEDICS	714,00	-
	6 123,85	3 431,60
DOTATIONS FINANCIERES AUX AMORTISSEMENTS, DEPRECIATIONS & PROVISIONS		
- Dot. aux amortissements des primes de remboursement des emprunts	11 742 798,64	12 178 218,90
- Dot. aux amortissements des frais d'émission	1 642 059,36	1 993 485,44
	13 384 858,00	14 171 704,34
INTERETS & CHARGES ASSIMILEES		
- Intérêts sur emprunts participatifs	241 345 632,73	281 399 903,41
- Intérêts des emprunts & dettes assimilées	256 370 072,31	300 651 591,44
- Intérêts sur comptes courants et dépôts	-	-
- Intérêts sur gages espèces CFF	6 871 931,93	7 789 246,03
	504 587 636,97	589 840 740,88

ANNEXE COMPTABLE

Annexe au bilan avant répartition de l'exercice clos le 31 décembre 2008 dont le total est de 10.364.985.587,16 € et au compte de résultat de l'exercice dont le total des produits est de 1.746.547.034,56 € et dégageant un bénéfice de 9.309.957,45 €.

Cet exercice a eu une durée de douze mois couvrant la période du 1er janvier 2008 au 31 décembre 2008.

Les pages de 46 à 57 ci-après font partie intégrante de l'annexe.

Les méthodes comptables et modalités de calcul adoptées dans les comptes annuels sont identiques à celles utilisées dans les comptes de l'exercice précédent.

I - LES FAITS MARQUANTS DE L'EXERCICE 2008

L'exercice 2008 de la société a été marqué par l'évènement suivant :

- depuis le 1^{er} janvier 2008, la société VMG fait l'objet d'une intégration fiscale au sein du groupe dont la tête est le Crédit Foncier.

II - LES PRINCIPES

1. Principes de fonctionnement

VMG est une structure de refinancement du groupe Crédit Foncier qui fonctionne selon un principe d'adossement.

VMG émet de la dette sous forme de valeurs mobilières, de titres de créances négociables ou d'emprunts bancaires dont le produit est réemployé sous forme de prêts au Crédit Foncier ou de souscription de TCN émis par Crédit Foncier.

Pour assurer le remboursement des émissions, VMG est doté d'actifs de qualité sous forme de parts de fonds communs de créances dont le financement est effectué au moyen de prêts participatifs octroyés par Crédit Foncier.

Le bilan et le compte de résultats de VMG retracent ce principe d'adossement.

Enfin, VMG est doté d'un Règlement Intérieur édictant les règles qui imposent au Directoire le respect de ces équilibres. Il prévoit également les moyens et les modalités du contrôle du Conseil de Surveillance.

La situation économique des principales masses du bilan est présentée selon le modèle pro forma ci-après (en millions d'euros) :

	31/12/08	31/12/07	31/12/06		31/12/08	31/12/07	31/12/06
Parts de FCC <i>(Autres participations)</i>	3 234	4 456	5 605	Emprunts Participatifs Réserve pour remboursement d'Emissions <i>(Dettes financières)</i>	3 232	4 454	5 603
Prêts <i>(Prêts & créances rattachées)</i>	-	-	-	Emissions obligataires Emissions monétaires <i>(Dettes financières)</i>	5 067	6 702	7 213
TCN et intérêts courus	5 033	6 655	7 163		-	-	-
Placements de trésorerie	2 051	2 400	1 748	Gages – Espèces <i>(Dettes financières)</i>	237	197	209

2. Principes comptables

Les conventions générales comptables ont été appliquées, dans le respect du principe de prudence, conformément aux hypothèses de base :

- continuité de l'exploitation
- permanence des méthodes comptables d'un exercice à l'autre
- indépendance des exercices

et conformément aux règles générales d'établissement et de présentation des comptes.

A - Participations (Titres et créances rattachées)

Les participations détenues correspondent à des parts prioritaires de Fonds Communs de Créances et sont inscrites pour leur valeur nominale compte tenu des amortissements intervenus depuis leur date d'acquisition.

Les créances rattachées à ces participations correspondent aux intérêts courus non échus à la date du 31 décembre 2008.

La décomposition de ces actifs est la suivante :

	Nominal Euros	Quantité	Taux facial	Valeur comptable (K€)
PARTIMMO - 06/2000 (70% accédants - 30% investisseurs)	2.430,85	115 242	5,80%	280.136
PARTIMMO - 10/2001 (63% accédants - 37% investisseurs)	2.346,90	156 861	5,00%	368.137
PARTIMMO - 07/2002 (55% accédants - 45% investisseurs)	2.899,30	113 511	5,20%	329.102
PARTIMMO - 10/2002 (61% accédants - 28% investisseurs - 11% copropriétaires)	2.927,41	65 655	4,53%	192.199
PARTIMMO - 05/2003 (56% accédants - 41% investisseurs - 3% copropriétaires)	3.960,10	89 407	4,00%	354.061
PARTIMMO - 11/2003 (68% accédants - 30% investisseurs - 2% copropriétaires)	4.169,87	96 223	4,20%	401.237
ZEBRE ONE (68% accédants - 29% investisseurs - 3% copropriétaires)	4.308,31	106 184	4,25%	457.474
ZEBRE TWO (48% accédants - 44% investisseurs - 8% copropriétaires)	5.322,78	68 016	3,46%	362.034
ZEBRE 2006-01 (65% accédants - 35% investisseurs)	7.366,81	62 991	4,30%	464.043
Sous-total				3.208.423
Créances rattachées				25.097
TOTAL				3.233.520

B - Titres de Créances Négociables

- Il s'agit de BMTN émis par le Crédit Foncier et souscrits par VMG conformément aux dispositions du Contrat Cadre de Souscription de Titres de Créances Négociables.

Ainsi, au 31 décembre 2008, l'ensemble des BMTN Crédit Foncier souscrits par VMG se présente comme suit :

(en milliers d'euros)

Date de souscription	Montants	Taux	Échéances
20/04/99	494.645	4,56	28/04/09
25/07/00	148.421	4,56	28/04/09
05/10/00	148.421	4,56	28/04/09
04/12/00	496.269	6,14	28/10/11
30/07/02	791.713	5,42	30/07/12
10/04/03	98.962	5,42	30/07/12
30/06/03	797.218	3,81	29/07/13
28/11/03	697.430	3,81	29/07/13
09/12/04	496.745	3.29	28/01/10
09/12/04	497.890	4,19	30/01/17
16/11/05	248.593	3,586	28/01/16
	4.916.306		

- Dans cette rubrique figure également, les CDN souscrits en réemploi de la trésorerie disponible des gages espèces (65,57 millions d'euros) et de la réserve spéciale pour remboursement d'émissions (1.921,26 millions d'euros), ainsi que les intérêts courus au 31 décembre 2008.

C - Valeurs mobilières de placements

Au 31 décembre 2008, VMG ne détient pas de Valeurs Mobilières de Placement.

D - Emprunts et obligations

Les emprunts et obligations sont enregistrés pour leur valeur de remboursement.

Les frais relatifs à l'émission des emprunts (commissions de placement, courtage, autres frais) sont amortis comptablement sur la durée des emprunts et figurent dans le poste « Compte de régularisation – frais d'émission d'emprunts » pour la partie non encore amortie à la date d'arrêté des comptes.

Les primes de remboursement des emprunts sont amorties comptablement sur la durée des emprunts. Les primes d'émission figurent dans le compte « primes d'émission » du poste « Emprunts obligataires ».

Les charges financières font l'objet d'une comptabilisation selon une méthode actuarielle basée sur le taux de rendement souscripteur et figurent dans le compte « charges actuarielles sur emprunts obligataires » du poste « primes de remboursement des obligations ».

Aucune émission n'a été lancée au cours de l'exercice 2008.

Ainsi, l'encours au 31 décembre 2008 des émissions réalisées par VMG se présente comme suit :

(en milliers d'euros)

Date d'émission	Montants	Taux	Échéances
20/04/99	500.000	4,375	28/04/09
25/07/00	150.000	4,375	28/04/09
05/10/00	150.000	4,375	28/04/09
04/12/00	500.000	6,00	28/10/11
30/07/02	800.000	5,25	30/07/12
10/04/03	100.000	5,25	30/07/12
30/06/03	800.000	3,75	29/07/13
28/11/03	700.000	3,75	29/07/13
09/12/04	500.000	3,125	28/01/10
09/12/04	500.000	4,125	30/01/17
16/11/05	250.000	3,50	28/01/16
	4.950.000		

III - NOTES SUR LE BILAN ET LE COMPTE DE RESULTAT

Etat des immobilisations

Rubriques	Valeur brute début d'exercice	Augmentation	Diminution	Valeur brute fin d'exercice
- Participations et créances rattachées	4.455.751.552	163.533.778	1.385.765.015	3.233.520.315
- Prêts et créances rattachées	-	-	-	-
Totaux	4.455.751.552	163.533.778	1.385.765.015	3.233.520.315

Produits à recevoir

MONTANT DES PRODUITS A RECEVOIR INCLUS DANS LES POSTES SUIVANTS	Montants	
	31/12/2008	31/12/2007
- Autres participations	25.097.089	34.660.063
- Prêts	-	-
- Clients et comptes rattachés	-	-
- Titres de Créances Négociables – BMTN	116.530.990	150.824.613
- Titres de Créances Négociables – CDN	1.537.154	10.220.376
	143.165.232	195.705.052

Composition du capital social

RUBRIQUES	Nombre
- Actions composant le capital en début d'exercice	59 076
- Actions composant le capital en fin d'exercice	59 076

Etat des échéances des créances

RUBRIQUES	MONTANT BRUT	ECHEANCES	
		à 1 an au +	à + d'un an
Immobilisations financières			
- Parts de Fonds Communs de Créances (a)	3.208.423.227	215.921.552	2.992.501.675
- Créances rattachées à des participations	25.097.089	25.097.089	-
- Prêts	-	-	-
- Intérêts courus sur prêts	-	-	-
Actif circulant			
- Clients et comptes rattachés	-	-	-
- Personnel et comptes rattachés	-	-	-
- Titres de Créances Négociables - BMTN	4.916.306.417	791.487.000	4.124.819.417
- Titres de Créances Négociables - CDN	2.049.536.205	2.049.536.205	-
- Intérêts courus sur TCN	118.068.144	118.068.144	-
- Etat - Taxe sur la Valeur Ajoutée	-	-	-
- Etat - acomptes IS	5.654.759	5.654.759	-
- Compte courant - acompte IS	-	-	-
TOTAL	10.323.085.840	3.205.764.748	7.117.321.092
Dont à plus de 5 ans			2.946.402.290

(a) Ces montants sont fournis à partir des échéanciers théoriques de remboursement. En effet, la nature des créances détenues par les Fonds Communs de Créances et le rythme théorique de décroissance de celles-ci ne permettent pas d'indiquer des échéances à plus ou moins d'un an pertinentes.

Etat des échéances des dettes

RUBRIQUES	MONTANT BRUT	ECHEANCES	
		à 1 an au +	à + d'un an
Dettes			
- Emprunts obligataires et dettes rattachées	5.067.198.530	914.860.224	4.152.338.307
- Autres emprunts et dettes rattachées	-	-	-
- Emprunts participatifs et dettes rattachées (a)	4.983.207.398	1.990.705.723	2.992.501.675
- Gages espèces et dettes rattachées	236.821.225	236.821.225	-
- Fournisseurs et comptes rattachés	175.363	175.363	-
- Dettes sociales	2.166	2.166	-
- Dettes fiscales	-	-	-
- Impôt sur les bénéfices (Intégration Fiscale)	4.856.753	4.856.753	-
- Taxe sur la valeur ajoutée	-	-	-
- Autres impôts et taxes	656	656	-
- Autres dettes	-	-	-
- dont dividende à payer -	-	-	-
TOTAL	10.292.262.091	3.147.422.110	7.144.839.982
Dont à plus de 5 ans :			2.949.919.790

(a) Les Emprunts Participatifs permettent le financement des Parts de FCC et le remboursement de ces emprunts est conditionné par le respect du Règlement Intérieur de VMG. Les échéances à plus ou moins d'un an mentionnées correspondent à l'échéancier théorique des parts de FCC.

Détail des comptes de régularisation au 31 décembre 2008				
	Montant total au 31/12/2007	Accroissement 2008	Amortissement 2008	Montant figurant au bilan
- Frais d'émission des emprunts	5.599.948		1.642.059	3.957.889
Total	5.599.948		1.642.059	3.957.889

Détail des primes de remboursement des obligations				
	Montant total au 31/12/2007	Accroissement 2008	Amortissement 2008	Montant figurant au bilan
- Primes de remboursement	42.638.415		11.742.799	30.895.617
- Charges actuarielles	4.369.706		945.771	3.423.935
Total	47.008.121		12.688.570	34.319.552

Détail des charges et produits constatés d'avance au 31 décembre 2008				
	Montant total au 31/12/2007	Accroissement 2008	Amortissement 2008	Montant figurant au bilan
- Charges constatées d'avance (surcotes sur BMTN CFF)	4.544.959		1.020.379	3.524.579
- Produits constatés d'avance (décotes sur BMTN CFF)	33.786.842		8.781.710	25.005.131

Charges à payer

MONTANT DES CHARGES A PAYER INCLUS DANS LES POSTES SUIVANTS	Montants	
	31/12/08	31/12/07
- Emprunts obligataires	113.954.098	147.475.974
- Emprunts et dettes financières divers - Autres emprunts	-	-
- Emprunts et dettes financières divers - Emprunts participatifs	33.207.398	47.177.400
- Emprunts et dettes financières divers - Gages espèces	249.464	1.301.161
- Emprunts et dettes financières divers - Impôt sur les bénéfices (intégration fiscale)	4.856.753	-
- Dettes fournisseurs et comptes rattachés	175.363	186.067
- Dettes fiscales et sociales	2.821	193.088
- Autres dettes	-	-
	152.445.897	196.333.690

Eléments relevant de plusieurs postes du bilan

RUBRIQUES	Montant concernant les entreprises	
	Liées	avec un lien de participation
- Prêts et créances rattachées	-	-
- Clients et comptes rattachés	-	-
- Autres créances (compte courant – intégration fiscale)	-	-
- Titres de créances négociables et créances rattachées	7.083.910.766	-
- Emprunts et dettes financières divers	5.224.885.377	-
- Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-	-
- Dettes sociales	51.802	-
- Autres dettes (dividendes)	-	-
	12.308.847.945	-

Eléments relevant de plusieurs postes du compte de résultat

RUBRIQUES	Montant concernant les entreprises	
	Liées	avec un lien de participation
- Prestations de service	275.535	-
- Produits financiers des BMTN & CDN	370.050.067	-
- Autres achats et charges externes	777.419	-
- Intérêts sur emprunts participatifs	241.345.633	-
- Intérêts sur gages espèces	6.871.932	-
- Impôt sur les bénéfices	4.856.753	-
	624.177.338	-

Transfert de charges

Les frais relatifs aux émissions et engagés au cours de l'exercice sont comptabilisés en « compte de régularisation – frais d'émission d'emprunts » par le biais des comptes de transfert de charges. Ces charges sont ensuite amorties linéairement sur toute la durée de l'emprunt.

Charges et produits exceptionnels

Les parts de Fonds Commun de Créances détenues par la société sont comptabilisées en immobilisations financières. Les règles comptables des sociétés commerciales imposent de traduire les variations relatives aux cessions d'immobilisations dans des comptes de résultat exceptionnel.

La valeur de remboursement des parts détenues étant effectuée au pair, les charges et produits exceptionnels pour un montant de 1 212,67 millions d'euros traduisent pour l'exercice 2008 la diminution des immobilisations financières pour ne dégager aucun résultat exceptionnel.

Engagements financiers

ENGAGEMENTS DONNES	Montant
- Inscription sur un Compte d'Instruments Financiers des Parts de FCC et des placements de trésorerie acquis en réemploi des gages-espèces et de la réserve spéciale de remboursement d'émissions. Ce compte est nanti et sert de garantie du paiement à bonne date de toutes les sommes dues au titre de l'ensemble des obligations ou autres titres de créances émis par VMG, aux banques et aux contreparties des opérations d'échange de conditions d'intérêts.	5.195.259.431
ENGAGEMENTS RECUS	Néant

Intégration fiscale

Depuis le 1er janvier 2008, la société VMG fait l'objet d'une intégration fiscale au sein du groupe dont la tête est le Crédit Foncier.

La charge d'impôt comptabilisée dans les comptes de VMG au titre de l'exercice 2008 est de 4 856 753 euros.

Accroissement et allégement de la dette future

Au 31 décembre 2008, il n'existe pas de situations fiscales latentes, ni de différences temporaires.

IV - INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES

La société VMG est consolidée par intégration globale dans les comptes consolidés de sa société mère, le Crédit Foncier.

Le montant global des rémunérations des membres des organes de direction et de surveillance au titre de leurs fonctions est de 48 550,04 € pour l'année 2008.

Les honoraires (HT) des commissaires aux comptes pour les exercices 2007 et 2008 sont les suivants :

Audit	KPMG		PricewaterhouseCoopers	
	2008	2007	2008	2007
Commissariat aux comptes, Certification, Examen des comptes individuels	41.000	40.000	41.000	40.000
Autres diligences et prestations directement liées à la mission de commissaire aux comptes	10.000	20.000	10.000	20.000
Total	51.000	60.000	51.000	60.000

V – TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE en euros	31/12/2008	31/12/2007
Activités opérationnelles		
Résultat net de l'exercice avant impôt	14.166.710	16.477.500
Ajustements		
Amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles	-	-
Variations des dépréciations	-	-
Variations des provisions	-	-
Produits financiers des participations	-163.533.778	-222.063.844
Charges d'intérêts sur emprunts participatifs	246.230.809	281.399.903
autres corrections sur le résultat	14.015.325	10.468.913
Variations des postes de créances sur la clientèle	0	0
Variations du portefeuille titres de placement	1.587.644.900	497.964.000
Variations des autres actifs	-5.654.759	372.877
Variations des dettes envers les banques et la clientèle	-	-
Emission nette de dettes représentées par des titres	-1.600.000.000	-500.000.000
Variations des autres passifs	41.103.580	630.375.213
Impôts sur le résultat payés	-4.856.753	-5.654.759
Total des flux des activités opérationnelles	129.116.034	709.339.803
Activités d'investissement		
Encaissements provenant de la cession des:		
immobilisations financières (parts de fonds communs de créances)	1.212.668.263	1.142.475.269
immobilisations corporelles et incorporelles	-	-
Décaissements relatifs à l'acquisition des:		
immobilisations financières (parts de fonds communs de créances)	-	-
immobilisations corporelles et incorporelles	-	-
Produits financiers reçus des immobilisations financières (parts de FCC)	173.096.752	228.971.356
Autres	-	-
Total des flux des activités d'investissement	1.385.765.015	1.371.446.625
Activités de financement		
Augmentation de capital en numéraire	0	621.824
Dividendes distribués	0	-620.665
Variations nettes des emprunts participatifs	-1.600.000.000	-1.142.475.269
Charges d'intérêts sur emprunts participatifs	-255.315.634	-287.962.039
Autres variations		-1.744
Total des flux des activités de financement	-1.855.315.634	-1.430.437.894
Augmentation/diminution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	-340.434.585	650.348.535
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	2.390.068.518	1.739.719.983
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	2.049.633.932	2.390.068.518
DETAIL DE LA TRESORERIE ET DES EQUIVALENTS DE TRESORERIE en euros	31/12/2008	31/12/2007
Trésorerie et équivalents de trésorerie	2.049.633.932	2.390.068.518
Caisse, Banque Centrale, CCP	97.727	268.471
Certificats de dépôts acquis en emploi de disponibilités	2.049.536.205	2.389.800.047

Annexe méthodologique au tableau des flux de trésorerie de Vauban Mobilisations Garanties

La méthodologie principale retenue a consisté à analyser les variations bilancielle des exercices 2008 – 2007 des comptes publiés et audités. La décomposition dans les différentes rubriques du TFT s'appuie sur les détails fournis dans les différentes notes annexes des plaquettes financières des exercices considérés tant celles concernant le bilan que celles ayant trait au compte de résultat.

Le présent document a été établi en tenant compte du statut particulier de « véhicule de refinancement » qui est celui de VMG.

Ainsi les activités opérationnelles sont présentées selon la méthode indirecte et comprennent les souscriptions de BMTN émis par sa société mère, le Crédit Foncier de France et les refinancements obtenus du marché sous forme d'émissions obligataires à l'aide desquels ces souscriptions ont été rendues possibles. L'activité principale de VMG consiste en effet à fournir des ressources au Crédit Foncier permettant à ce dernier de financer sa production de prêts.

Les activités d'investissement de VMG sont constituées des acquisitions de parts de Fonds Commun de Créances hypothécaires affectées en garantie des émissions obligataires évoquées ci-dessus.

Enfin les activités de financement ont pour origine les capitaux propres et les emprunts participatifs obtenus du Crédit Foncier de France pour l'achat des parts de FCC servant de garantie aux émissions obligataires.

La définition de la trésorerie retenue correspond :

- d'une part aux disponibilités en caisse ou sous forme de compte à vue auprès des établissements de crédit,
- d'autre part aux certificats de dépôts négociables acquis par VMG en réemploi de la trésorerie disponible des gages espèces et de la réserve spéciale pour remboursement d'émissions.

10.2 VERIFICATION DES INFORMATIONS FINANCIERES HISTORIQUES ANNUELLES

KPMG Audit
Immeuble KPMG
1, cours Valmy
92923 Paris La Défense Cedex

PricewaterhouseCoopers Audit
63, rue de Villiers
92200 Neuilly-sur-Seine

Vauban Mobilisations Garanties S.A.

Siège social : 16, rue Volney – 75 002 Paris
Capital social : 19 310 626 €

Rapport général des commissaires aux comptes

Exercice clos le 31 décembre 2008

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par votre assemblée générale, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2008, sur :

- le contrôle des comptes annuels de la société Vauban Mobilisations Garanties S.A., tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la justification de nos appréciations ;
- les vérifications et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés par le Directoire. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

1- Opinion sur les comptes annuels

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la société à la fin de cet exercice.

2- Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L.823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations auxquelles nous avons procédé ont porté sur le caractère approprié des principes comptables appliqués et sur le caractère raisonnable des estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

3- Vérifications et informations spécifiques

Nous avons également procédé aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur :

- la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion du Directoire et dans les documents adressés aux actionnaires sur la situation financière et les comptes annuels,
- la sincérité des informations données dans le rapport de gestion relatives aux rémunérations et avantages versés aux mandataires sociaux concernés ainsi qu'aux engagements consentis en leur faveur à l'occasion de la prise, de la cessation ou du changement de fonctions ou postérieurement à celles-ci.

Paris La Défense et Neuilly-sur-Seine, le 27 avril 2009

KPMG Audit

Département de KPMG S.A.

Rémy Tabuteau
Associé

PricewaterhouseCoopers Audit

Anik Chaumartin
Associé

Rapport du Président du Conseil de Surveillance en application de l'article L. 225-68 du Code de commerce

Mesdames, Messieurs,

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-68 alinéa 7 du Code de commerce, nous vous rendons compte aux termes du présent rapport :

- > des conditions de préparation et d'organisation des travaux de votre Conseil de Surveillance ;
- > des procédures de contrôle interne mises en place par la Société.

I – CONDITIONS DE PREPARATION ET D'ORGANISATION DES TRAVAUX DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Composition du Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance de VMG est composé de quatre à sept membres.

Au 31 décembre 2008, il se composait de quatre membres et un censeur.

Dans un tableau joint en annexe au présent rapport, vous trouverez les éléments relatifs à la composition du Conseil de Surveillance.

Rôle du Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance exerce le contrôle permanent de la gestion de la Société par le Directoire. A toute époque de l'année, il opère les vérifications et les contrôles qu'il juge opportuns et peut se faire communiquer les documents qu'il estime utiles à l'accomplissement de sa mission.

L'activité de VMG en 2008 a consisté à procurer au Crédit Foncier une partie du refinancement nécessaire à son activité de crédit aux particuliers.

Ce processus de refinancement repose sur des émissions garanties par les FCC constitués de créances issues du portefeuille du Crédit Foncier. Un dispositif dit de « dénouement anticipé » donne aux investisseurs la certitude d'être remboursés même en cas de défaut du Crédit Foncier. L'ensemble du processus de ces émissions garanties est régi par un Règlement Intérieur dont le Conseil de Surveillance est le garant de la stricte observance par le Directoire de VMG et le Crédit Foncier.

Le Conseil de Surveillance s'attache donc à vérifier la conformité des opérations effectuées par la Société aux dispositions de ce Règlement Intérieur ; à ce titre il examine plus particulièrement les questions suivantes :

- > les acquisitions de Parts de FCC,
- > les autorisations d'émissions,
- > l'autorisation des paiements à effectuer lors de chaque date de paiement trimestriel.

Il prend également connaissance de l'attestation annuelle que les commissaires aux comptes établissent sur l'outil de gestion comptable de la Société et qui est établie à la demande de cette dernière. Il examine les comptes sociaux arrêtés par le Directoire.

Réunions du Conseil de Surveillance

Nous vous rappelons que Conseil de Surveillance a adopté, dans sa séance du 20 janvier 2003, un règlement intérieur qui a pour objet de fixer les règles de fonctionnement du Conseil de Surveillance et, en particulier, les modalités de participation des membres du Conseil de Surveillance aux séances par des moyens de visioconférence.

Le Conseil de Surveillance se réunit aussi souvent que l'intérêt de la Société l'exige et au moins quatre fois par an.

Au cours de l'exercice écoulé le Conseil de surveillance s'est réuni à quatre reprises, les 24 janvier 2008, 23 avril 2008, 24 juillet 2008 et 23 octobre 2008.

Pour chacune des séances chaque membre du Conseil a reçu en temps utile la convocation et l'ensemble des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le taux d'assiduité des membres s'est élevé à 86 %.

En dehors des travaux annuels ci-dessus évoqués, le Conseil de Surveillance s'est réuni au cours de l'exercice 2008 notamment sur les points suivants :

- > point sur les perspectives d'évolution de VMG,
- > autorisation des conventions entrant dans le champ d'application de l'article L. 225-86 du Code de commerce,
- > prêts à taux révisables,
- > nomination d'un membre du Directoire en remplacement d'un membre démissionnaire,
- > renouvellement des membres du Directoire,
- > renouvellement du mandat du Président du Directoire,
- > renouvellement du mandat du Directeur Général,
- > protocoles d'accords modifiant la documentation relative aux FCC dans le cadre des mesures relatives aux prêts à taux révisable,
- > approbation des modifications du Règlement Intérieur – modifications statutaires en résultant.

Les membres du Conseil de Surveillance et le censeur bénéficient de jetons de présence, selon les règles d'attribution recommandées par la CNCE. Le montant des jetons de présence attribué est fixé à partir d'un montant prédéterminé par séance, pondéré pour chacun en fonction de ses présences effectives par rapport au nombre de réunions dans l'année, avec un plafonnement annuel.

Participation des actionnaires à l'assemblée générale

L'assemblée générale des actionnaires est convoquée selon les modalités déterminées par la législation française.

Préalablement à la convocation de l'assemblée générale, la société procède à la publication au BALO d'un avis de réunion, 35 jours au moins avant la date de l'assemblée.

Les actionnaires, dont les titres sont tous nominatifs, sont convoqués individuellement, par lettre, à l'assemblée générale.

Tout actionnaire peut participer à l'assemblée générale dans les conditions prévues par la loi.

Il n'existe aucune disposition attribuant des droits de vote multiples.

II –PROCEDURES DE CONTROLE INTERNE MISES EN PLACE PAR LA SOCIETE

Contexte et principes du contrôle du groupe Caisses d'Epargne

VMG a pour objet exclusif le financement du Crédit Foncier de France par souscription de BMTN émis par le Crédit Foncier, avec collatéralisation par souscription de parts senior de FCC, elles-mêmes financées au moyen d'emprunts participatifs, souscrits auprès du Crédit Foncier.

L'organisation de VMG est régie par un Règlement Intérieur validé par le Conseil de Surveillance et les Agences de notation.

VMG n'ayant pas de personnel propre, il a recours aux moyens et méthodes de sa maison-mère pour assurer sa gestion administrative, comptable et financière. Une convention de sous-traitance passée entre VMG et le Crédit Foncier de France pose le cadre d'organisation des relations liant les deux établissements au titre des différentes missions, et notamment des missions d'audit et de contrôle.

De ce fait, la procédure de contrôle interne dont dépend VMG n'est autre que celle applicable au sein du groupe Crédit Foncier.

Concernant le dispositif de contrôle interne du Crédit Foncier, conformément aux dispositions réglementaires, c'est la Direction Générale qui est responsable de sa définition et de sa mise en œuvre. Ce dispositif regroupe l'ensemble des procédures, des systèmes et des contrôles nécessaires pour, d'une part, garantir la réalisation des objectifs de l'établissement et le respect des lois, des règlements, des règles de place ou du Groupe et, d'autre part, assurer la maîtrise des risques de toute nature auxquels l'établissement est exposé. L'architecture de ces dispositifs de contrôle est largement définie par la réglementation. Ce dispositif repose sur des contrôles permanents définis à différents niveaux et qui sont exercés par des unités ou des personnes en situation d'indépendance par rapport aux opérations qu'ils contrôlent ainsi que sur des contrôles périodiques assurés par une unité dédiée.

En tant qu'organe central, la CNCE fixe les obligations des Etablissements du Groupe Caisse d'Epargne en matière de contrôle permanent et de contrôle périodique.

A compter du 29/01/2009, le Crédit Foncier est devenu une filiale à 100% de la CNCE. Au 31 décembre 2008, cette participation s'élève à 76,6%. Le Crédit Foncier est ainsi soumis aux dispositions générales et particulières que la CNCE lui impose en matière de contrôles, dont les moyens, l'organisation et les orientations à suivre.

Le Crédit Foncier fait également l'objet de contrôles périodiques effectués par les moyens de l'Inspection Générale de la CNCE, dans le cadre de l'évaluation de ses dispositifs de contrôle.

1. L'organisation du contrôle interne, l'articulation et la cohérence des rôles entre ses acteurs

L'efficacité du contrôle interne repose sur une répartition claire des rôles et des responsabilités entre les structures de gouvernance, sur celle concernant les différents acteurs opérationnels du contrôle permanent et enfin sur l'existence de dispositions en matière de contrôle périodique.

▪ **La Gouvernance d'entreprise**

Le Conseil de Surveillance de VMG a élu, parmi ses membres, un Président qui organise et dirige les travaux du Conseil. Le Conseil de Surveillance veille au bon fonctionnement des organes de direction de VMG et au respect du règlement intérieur.

La direction de VMG est assurée par un directoire composé de quatre membres dont un Président et un Directeur général chargé de l'assister. Le Président et le Directeur général sont investis des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de VMG, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales. Ils représentent la Société dans ses rapports avec les tiers.

▪ **Le contrôle permanent**

Le Contrôle permanent repose sur :

- le contrôle opérationnel de premier niveau, du ressort des directions en charge du traitement des opérations
- le contrôle effectué par des acteurs dédiés au sein des structures, voire par des structures spécialisées.

Il s'appuie également sur des principes d'organisation en matière de séparation des fonctions et de délégation.

Le contrôle interne au sein du groupe Crédit Foncier se décline en différents niveaux :

- ❖ Les contrôles permanents opérationnels de premier niveau sont assurés respectivement au sein des unités opérationnelles par les collaborateurs ou leur hiérarchie ainsi que par des unités spécifiques. Leurs modalités figurent dans des manuels de procédures ou d'opérations, dont la constitution et la mise à jour sont du ressort des responsables d'unités.

Les Directions sont dotées, pour les plus significatives, d'unités dédiées chargées de mettre en place et de réaliser des contrôles permanents de premier niveau et de qualifier le niveau de contrôle des processus opérationnels.

Selon cet aspect et à titre d'illustration, le Service « Contrôle Comptable » au sein de la Direction de la Comptabilité, est chargé de réaliser des missions de révision comptable. Il s'agit d'un contrôle permanent métier dont le champ d'application est à la fois interne et transverse.

Au sein des directions du Crédit Foncier, les fonctions dédiées à VMG sont identifiées et attribuées.

- ❖ Le contrôle permanent de second niveau relève d'unités sans attribution opérationnelle, à savoir :

- de la Direction des risques : cette entité assure la mesure, la maîtrise et la surveillance des risques de crédit et de contrepartie, ainsi que des risques financiers et opérationnels.
- de la Direction de la conformité et des contrôles permanents : cette unité contrôle les risques de non-conformité et ceux des services d'investissement ; la fonction s'est enrichie en 2007 de la responsabilité du contrôle permanent. Elle couvre également les activités du Déontologue (déontologie et lutte contre le blanchiment).
- du Responsable de la sécurité des systèmes d'information : la fonction de Responsable sécurité systèmes d'information (RSSI) du Groupe Crédit Foncier, directement rattachée à la Direction générale de l'établissement, a été créée en 2004.

Les missions du RSSI sont de trois ordres :

- définition de la politique de Sécurité des Systèmes d'Information,
- animation d'un réseau de correspondants au sein des entités de l'entreprise,
- assistance et conseil auprès de la Direction Informatique en matière de sécurité.

Le système de contrôle permanent du Groupe Crédit Foncier est pleinement structuré : dans chaque unité a été créé un dispositif formalisé, le Dispositif de Maîtrise des Risques (DMR).

Le Comité du contrôle permanent, institué fin 2007 a pour missions principales :

- de s'assurer de la bonne organisation et de la complétude des contrôles permanents des activités, de l'efficacité des dispositifs de surveillance et de contrôle des risques (incluant le pilotage du DMR) ;
- de coordonner les actions en vue d'assurer la maîtrise des risques, la conformité des opérations et des procédures internes, la qualité, la disponibilité des informations traitées par le SI et la sécurité de ces systèmes ;

- de veiller à la résolution des dysfonctionnements identifiés par la Direction de l'Inspection Générale et à la mise en œuvre des recommandations.

Présidé par le Directeur Général du Crédit Foncier, il réunit au moins cinq fois par an les représentants des fonctions de contrôle. Les procès-verbaux de ses réunions sont communiqués au Comité d'Audit du Crédit Foncier.

❖ Le rôle particulier de la Direction « Suivi de la SCF et de VMG »

Pour VMG: la Direction « Suivi de la SCF et de VMG », au sein de la Direction des Opérations Financières, est chargée du contrôle permanent pour l'ensemble des processus impactant VMG (notamment contrôles de la qualité des procédures).

❖ Les principes d'organisation en matière de délégation et de séparation des fonctions

- **Principe de séparation des fonctions**

- l'indépendance est globalement assurée entre les unités chargées de l'engagement des opérations et les unités chargées de leur validation comptable, de leur règlement ainsi que de la surveillance et du contrôle des risques qui y sont rattachés.
- l'indépendance des filières de contrôle par rapport aux unités opérationnelles est assurée au travers des fonctions suivantes :
 - surveillance des risques de contrepartie, financiers et opérationnels par la Direction des risques,
 - contrôle comptable par la Direction comptable et son unité dédiée,
 - conformité et déontologie par la Direction de la conformité, du contrôle permanent et de la déontologie,
 - contrôle périodique par la Direction de l'inspection générale.

- **Système de délégation pour l'engagement et le suivi des Opérations**

Le système de délégation en place au Crédit Foncier repose sur un dispositif assurant que les décisions, en fonction de l'importance des risques qu'elles présentent, sont prises à un échelon approprié (intervention de comités décisionnels compétents, ou systèmes de délégations internes).

Les décisions ne relevant pas directement de la Direction générale et dépassant les délégations consenties aux responsables opérationnels sont du ressort des comités spécialisés. On citera, parmi eux, les plus importants :

- le Comité national des engagements qui autorise les engagements excédant les pouvoirs délégués aux unités opérationnelles et aux comités métiers,
- le Comité des risques qui suit l'évolution globale des risques de contrepartie, financiers et opérationnels et décisions consécutives (règles de scoring, délégations, limites),
- le Comité national des affaires sensibles qui définit les orientations de gestion et prend les décisions concernant les créances d'un montant significatif en difficulté ou porteuses de risque,
- le Comité de gestion de bilan qui analyse les indicateurs ALM et prend les décisions en découlant,
- le Comité de politique tarifaire qui fixe les conditions financières des crédits,
- le Comité de suivi des conventions qui veille à l'interprétation et à l'application des conventions, vérifie le respect de l'équilibre qui en résulte et propose toutes modifications nécessaires.

- **Surveillance et mesure des risques**

Les informations sur les risques de taux et de liquidité sont communiquées trimestriellement au Conseil de Surveillance de VMG par le biais d'états de reporting représentant l'application des

règles de gestion fixées par le règlement intérieur de VMG.

2. Le contrôle périodique, les travaux de l'Inspection Générale

• **L'organisation et les moyens de l'Inspection Générale**

L'évaluation des dispositifs de contrôle permanent est de la responsabilité de la Direction de l'inspection générale du Crédit Foncier qui, fin 2008, comportait 24 collaborateurs.

Celle-ci rend compte de ses missions au Directeur général et au Comité d'audit. Ses travaux sont disponibles pour l'information du Chef de réseau (la CNCE) et de la Commission bancaire.

Un plan annuel d'audit est élaboré par la Direction de l'inspection générale, en concertation avec l'Inspection générale de la CNCE ; ce plan est approuvé par la Direction générale du Crédit Foncier et soumis pour validation à son Comité d'audit.

Il s'inscrit dans le cadre du périmètre d'intervention de l'Inspection générale, couvert selon un plan pluriannuel tenant compte du cycle d'audit de quatre ans au maximum. Le corps de contrôle de l'actionnaire principal participe à la réalisation du plan annuel.

En cours d'année, des enquêtes ou missions spécifiques peuvent être réalisées sur demande du Directeur général.

Les missions réalisées et le suivi des recommandations donnent lieu à un reporting à la Direction générale, au Comité d'audit et, en tant que de besoin, au Directoire et au Conseil de Surveillance de VMG qu'il s'agisse des missions portant directement sur la société ou de celles faisant partie du plan d'audit annuel du Crédit Foncier et pouvant avoir un impact sur l'activité de VMG.

• **Missions d'inspection réalisées en 2008**

Il s'agit pour l'essentiel de missions prévues au plan annuel d'audit validé par le Comité d'audit du Crédit Foncier du 5 décembre 2007 et portant sur les différents secteurs du Groupe Crédit Foncier ainsi que sur le suivi de projets réglementaires :

- Réseau d'agences,
- Crédits au secteur public,
- Gestion financière,
- Développement et Engagements,
- Logistique,
- Filiales.

Aucune mission spécifique à VMG n'a été réalisée par l'Inspection Générale en 2008.

Par ailleurs, l'Inspection générale de la CNCE a réalisé plusieurs missions au sein du groupe Crédit Foncier, notamment sur l'activité « corporate privé » et sur l'homologation Bâle II des parts de titrisation détenues ; en outre, des contrôles de la Commission bancaire ont porté sur les prêts à taux révisable et les RMBS.

- **Suivi des recommandations des missions antérieures**

Les recommandations de l'Inspection générale et des autres corps de contrôle (Commission bancaire, AMF, Inspection générale de la CNCE, Commissaires aux comptes) sont administrées dans une base de gestion centralisée. Le suivi, assuré trimestriellement par l'Inspection générale, s'appuie sur une base déclarative des unités auditées avec indication du pourcentage de réalisation des recommandations émises et le cas échéant, d'un nouveau délai assorti d'un plan d'action. Les réponses des audités doivent s'appuyer sur un dossier permettant de justifier l'état d'avancement déclaré.

Ces réponses font par ailleurs l'objet d'un contrôle de cohérence par l'Inspection générale, puis d'une synthèse transmise à la Direction générale du Crédit Foncier et au Comité d'audit du Crédit Foncier.

Ces modalités de suivi, qui restent inchangées par rapport à 2007, ont été appliquées sur les trois premiers trimestres de l'exercice 2008.

Un nouveau dispositif a été mis en place au cours du dernier trimestre afin de renforcer significativement l'efficacité globale du processus de mise en œuvre des recommandations.

Cette évolution, validée par la Direction générale du Crédit Foncier, s'appuie :

- au plan « technique et moyens » sur :
 - l'émission régulière de statistiques complètes (opérationnel depuis septembre 2008),
 - la mise en production sur Intranet d'un nouvel applicatif de gestion de la base centralisée (printemps 2009), après rationalisation préalable des informations de la base,
 - un renforcement des ressources dédiées à l'animation de la mise en œuvre des recommandations (en place).
- au plan de l'animation sur :
 - un principe, inchangé, de suivi sur une base déclarative par les Directions et Métiers du taux de mise en œuvre des recommandations et la fixation éventuelle de nouveaux délais de réalisation,
 - une nomenclature plus précise de cotation des recommandations avec création du concept de « recommandation clé » regroupant les recommandations 4 étoiles et 3 étoiles essentielles, objet d'un suivi renforcé et relevant de la responsabilité directe des Directeurs opérationnels et fonctionnels,
 - un bilan à 6 mois suivant les réponses au rapport avec l'unité auditée,
 - un suivi des dates anniversaires à l'échéance de chaque recommandation, en pratique par échanges mensuels,
 - des revues quadrimestrielles avec les Directions de Pôle et l'Inspection générale sur l'avancement dans la mise en œuvre des recommandations par les Directions et Métiers,
 - l'information régulière (mensuelle) du Comité de Contrôle Interne, lequel peut intervenir en cas de retard significatif dans la mise en œuvre des recommandations,
 - l'information trimestrielle du Comité d'audit (inchangée).

On ajoutera qu'à l'occasion des missions, les auditeurs effectuent un suivi sur place des recommandations passées et les réitèrent si nécessaire.

3. Le contrôle de l'information comptable et financière

- **Rôle de la CNCE**

La Direction réglementation et consolidation groupe de la CNCE assure les missions de normalisation, d'animation, d'expertise, de surveillance, de prospective, de veille réglementaire et de représentation du Groupe en matière prudentielle, comptable et fiscale.

A ce titre, elle définit et tient à jour le référentiel comptable du Groupe via les règles et méthodes comptables applicables à tous les établissements du Groupe. Ces règles et méthodes comprennent les schémas comptables et génériques des opérations et sont récapitulées dans un manuel commun à l'ensemble des établissements du Groupe qui fait l'objet de mises à jour systématiques en fonction de l'évolution de la réglementation comptable. Par ailleurs, les règles en matière d'arrêté des comptes semestriels et annuels font l'objet d'une communication spécifique favorisant l'harmonisation des traitements entre les différentes entités et la préparation des arrêtés.

- **Organisation de la fonction comptable dans le Groupe Crédit Foncier**

La fonction comptable dans le Groupe Crédit Foncier est assurée par la Direction de la comptabilité chargée d'élaborer les bilans, comptes de résultat, annexes et déclarations réglementaires des différentes entités qui composent le Groupe.

Par application de la convention de sous-traitance, la Direction de la comptabilité du Crédit Foncier a en charge d'assurer la fonction comptable pour VMG.

La coordination de l'ensemble est assurée par la Direction de la comptabilité du Crédit Foncier, elle même divisée en unités principales dont les responsabilités sont répartie de la manière suivante :

Unités	Principales responsabilités dans le fonctionnement du système comptable	Principales responsabilités dans l'élaboration d'une information de synthèse
Service Production comptable	<u>Comptes sociaux :</u> - tenue de la comptabilité de VMG - déclarations fiscales	- bilans, comptes de résultat et annexes - états mensuels de synthèse sur les bénéfices - reportings sur la charge du risque
Comptabilité des prêts	- surveillance et contrôle du fonctionnement des interfaces entre les chaînes de gestion prêts, le progiciel comptable et les bases de reporting	- reportings sur les encours et les flux de prêts
Service Normes et Etudes	- définition et suivi des normes comptables en conformité avec les normes comptables du Groupe CNCE - maintenance du plan de comptes et mise en œuvre de la piste d'audit	- manuels de procédures
Service Contrôle Comptable	- contrôles comptables permanents	- rapports d'audit comptable
Service Reporting Réglementaire	- déclarations prudentielles à la Commission Bancaire (via la CNCE, organe central) - calculs des ratios réglementaires (liquidité, RSE,...) - suivi sur la situation du groupe au regard des contraintes réglementaires	- reporting à la Commission Bancaire (via la CNCE, organe central)
Service Support fonctionnel des systèmes d'information	- paramétrage des schémas comptables RDJ et maintenance du paramétrage comptable des chaînes prêts - suivi des incidents techniques de production - gestion des progiciels comptables	

Le Directeur Comptable rapporte au membre du Comité Exécutif du Crédit Foncier en charge des finances.

- **Contrôles comptables**

Le système comptable du Crédit Foncier repose largement sur l'alimentation de la comptabilité par les chaînes de gestion.

Les principes d'organisation du contrôle comptable, dans un contexte de large décentralisation des travaux, sont formalisés au sein de la « Charte de la fonction comptable ». Les contrôles comptables opérationnels sont de la responsabilité des comptables décentralisés (teneurs de comptes et responsables opérationnels). La justification et l'attestation des comptes selon des formats normalisés, sont réalisées trimestriellement dans un outil informatique unique et centralisé, piloté par l'unité en charge du contrôle comptable. Des reportings permettent de suivre les progrès réalisés dans la justification des comptes (en quantité et en qualité), de vérifier au niveau central la qualité des justificatifs et d'orienter les missions de contrôle sur place.

Ces dernières font l'objet d'un programme annuel validé par le Directeur de la comptabilité et donnent lieu à des rapports de contrôle. Une note de synthèse est présentée à l'ensemble des métiers et fait l'objet d'une communication aux réviseurs externes le cas échéant.

Les éventuelles recommandations des Commissaires aux comptes et de l'Inspection générale sont présentées aux responsables des entités concernées et donnent lieu à une synthèse au

Comité d'audit du Crédit Foncier. Elles font l'objet d'un suivi périodique de leur application. L'ensemble des déclarations réglementaires et prudentielles est centralisé par la CNCE qui pratique des contrôles de cohérence automatisés avant envoi à la Commission bancaire.

- **Contrôle de l'information financière**

L'information financière communiquée aux tiers (plaquettes à destination des investisseurs, restitutions réglementaires à l'intention notamment de la Commission bancaire, documentation de référence destinée à l'Autorité des marchés financiers) fait l'objet de vérifications approfondies de la part des services compétents (Contrôle de gestion, ALM, Comptabilité générale, Direction des risques, Direction des opérations financières, Direction du suivi de la SCF et de VMG).

**ELEMENTS RELATIFS A LA COMPOSITION DU CONSEIL DE SURVEILLANCE
AU 31 DECEMBRE 2008**

Fourchette du nombre de membres : 4 à 7

Nombre effectif de membres : 4

Nombre de réunions du conseil : 4

Taux de présence moyen : 86 %

Jetons de présence : oui

Nom/prénom Dénomination sociale & représentant permanent	Fonction au sein du conseil et de la société	Date de nomination	Date d'expiration du mandat	Observations
M. Gérard BARBOT	Président du Conseil de surveillance	22 juin 2004	AGO 2009	Membre du Conseil de surveillance depuis le 22 avril 2004
M. Robert RAYMOND	Membre du Conseil de surveillance	26 janvier 2007	AGO 2009	En remplacement de M. Antoine COUTIERE, démissionnaire
M. Pierre VAJDA	Membre du Conseil de surveillance	26 janvier 2007	AGO 2009	En remplacement de M. Jean-Marc VILON, démissionnaire
CREDIT FONCIER DE FRANCE représenté par M. Thierry DUFOR	Membre du Conseil de surveillance	20 juillet 2005	AGO 2009	
M. Antoine COUTIERE	Censeur	AGO du 18 juin 2007	AGO 2010	

KPMG Audit
Immeuble KPMG
1, cours Valmy
92923 Paris La Défense Cedex

**PricewaterhouseCoopers
Audit**
63, rue de Villiers
92200 Neuilly-sur-Seine

Rapport des commissaires aux comptes, établi en application du dernier alinéa de l'article L. 225-235 du Code de commerce, sur le rapport du Président du conseil de surveillance de Vauban Mobilisations Garanties, pour ce qui concerne les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière

Exercice clos le 31 décembre 2008

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En notre qualité de commissaires aux comptes de la société Vauban Mobilisations Garanties et en application des dispositions de l'article L. 225-235 du Code de commerce, nous vous présentons notre rapport sur le rapport établi par le Président de votre société conformément aux dispositions de l'article L. 225-68 du Code de commerce au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2008.

Il appartient au Président d'établir et de soumettre à l'approbation du conseil de surveillance un rapport rendant compte des procédures de contrôle interne et de gestion de risques mises en place au sein de la société et donnant les autres informations requises par les articles L. 225-68 du Code de commerce relatives notamment au dispositif en matière de gouvernement d'entreprise.

Il nous appartient :

- de vous communiquer les observations qu'appellent de notre part les informations contenues dans le rapport du Président, concernant les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière, et
- d'attester que le rapport comporte les autres informations requises par l'article L. 225-68 du Code de commerce, étant précisé qu'il ne nous appartient pas de vérifier la sincérité de ces autres informations.

Nous avons effectué nos travaux conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France.

Informations concernant les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière

Les normes d'exercice professionnel requièrent la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la sincérité des informations concernant les procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière contenues dans le rapport du Président.

Ces diligences consistent notamment à :

- prendre connaissance des procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière sous-tendant les informations présentées dans le rapport du Président ainsi que de la documentation existante ;
- prendre connaissance des travaux ayant permis d'élaborer ces informations et de la documentation existante ;
- déterminer si les déficiences majeures du contrôle interne relatif à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière que nous aurions relevées dans le cadre de notre mission font l'objet d'une information appropriée dans le rapport du Président.

Sur la base de ces travaux, nous n'avons pas d'observation à formuler sur les informations concernant les procédures de contrôle interne de la société relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière contenues dans le rapport du Président du conseil de surveillance, établi en application des dispositions de l'article L. 225-68 du Code de commerce.

Autres informations

Nous attestons que le rapport du Président comporte les autres informations requises à l'article L.225-68 du Code de commerce.

Paris La Défense et Neuilly-sur-Seine, le 27 avril 2009

Les Commissaires aux Comptes

KPMG Audit
Département de KPMG S.A.
Rémy Tabuteau

PricewaterhouseCoopers Audit
Anik Chaumartin

10.3 Procédure judiciaire et d'arbitrage

Au 31 décembre 2008, il n'existe aucun fait exceptionnel ou litige susceptible d'avoir une incidence significative sur la situation financière, l'activité, les résultats ou le patrimoine de l'Émetteur.

11. Informations complémentaires

11.1 CAPITAL SOCIAL

Composition du capital social

La répartition au 31 décembre 2008 était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions
Crédit Foncier de France	59 068
Jean-Marc Vilon	1
Antoine Coutière	1
Gérard Barbot	1
Daniel Binder	1
Thierry Dufour	1
Michel Demont	1
Pierre Vajda	1
Robert Raymond	1
TOTAL	59 076

Modifications intervenues dans la répartition du capital

Il a été procédé, par ordre de mouvement en date du 1^{er} septembre 2008, au rachat de l'action détenue par Monsieur François Xavier de Fournas.

Aucune modification n'est intervenue dans la répartition du capital depuis la clôture de l'exercice 2008.

11.2 RESOLUTIONS SOUMISES A L'ASSEMBLEE GENERALE

TEXTE DES PROJETS DE RESOLUTIONS A L'ASSEMBLEE GENERALE MIXTE DU 18 JUIN 2009

A TITRE ORDINAIRE

PREMIERE RESOLUTION

(Approbation des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2008)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, du rapport du Conseil de surveillance et des rapports des Commissaires aux comptes, approuve les comptes annuels de l'exercice clos le 31 décembre 2008 tels qu'ils lui ont été présentés lesquels font apparaître un bénéfice de 9.309.957,45 euros. Elle approuve également les opérations traduites dans ces comptes ou résumées dans ces rapports.

En conséquence, elle donne aux membres du Directoire et du Conseil de surveillance quitus entier et sans réserve de l'exécution de leur mandat pour ledit exercice.

DEUXIEME RESOLUTION

(Affectation du résultat de l'exercice)

L'Assemblée générale décide d'affecter le bénéfice de l'exercice clos le 31 décembre 2008 de 9.309.957,45 euros de la manière suivante :

- Résultat de l'exercice	9 309 957.45 €
- Report à nouveau exercice précédent	<u>17 859 846.14 €</u>
SOIT A AFFECTER	27 169 803.59 €
- Distribution de dividendes	23 028 268,96 €
- Réserve légale	465 497.87 €
- Report à nouveau de l'exercice	<u>3 676 036,76 €</u>
SOIT AFFECTE	27 169 803.59 €

L'assemblée générale, après avoir constaté que le capital social est entièrement libéré et entendu la lecture du rapport du Directoire, décide d'offrir à chaque actionnaire une option entre le paiement en numéraire ou en actions du dividende.

Cette option porterait sur la totalité du dividende à recevoir.

Conformément à la loi, le prix de l'action remise en paiement du dividende est fixé à 417,94 euros, ce prix étant calculé en divisant le montant des capitaux propres figurant au bilan de l'exercice clos le 31 décembre 2008 approuvé par la présente assemblée, après répartition, par le nombre d'actions existantes. Si le montant du dividende ne correspond pas à un nombre entier d'actions, les actionnaires pourront obtenir le nombre entier d'actions immédiatement inférieur complété d'une soulte en espèces.

Les actionnaires qui demanderont le paiement du dividende en actions pourront exercer leur option à compter du 19 juin 2009 jusqu'au 10 juillet 2009 inclus auprès de la Société. Après l'expiration de ce délai, le dividende sera payé en numéraire, le règlement intervenant le 15 juillet 2009. Les actions émises en paiement du dividende seront créées jouissance du 1^{er} janvier 2009.

Conformément aux dispositions de l'article 243 bis du code général des impôts, il est précisé que le dividende est éligible à l'abattement de 40 % bénéficiant aux personnes physiques fiscalement domiciliées en France, prévu à l'article 158-3 du Code générale des impôts.

L'assemblée générale donne tous pouvoirs au Directoire avec faculté de délégation à son Président à l'effet de mettre en œuvre la présente résolution, de constater la réalisation de l'augmentation de capital résultant de l'exercice de l'option du paiement du dividende en action, de modifier les statuts en conséquence et de procéder aux formalités de publicité.

L'assemblée reconnaît en outre qu'au titre des trois derniers exercices il a été distribué les dividendes suivants :

Exercice	Dividende distribué	Avoir fiscal*	Revenu global Par action*
2005	425,00 €	170,00 €	595,00 €
2006	230,00 €	-	230,00 €
2007	-	-	-

*pour les personnes physiques

TROISIEME RESOLUTION

(Conventions réglementées)

L'assemblée générale, après avoir entendu la lecture du rapport spécial du Commissaire aux comptes, sur les conventions relevant de l'article L. 225-86 et suivants du Code de commerce, approuve les conclusions dudit rapport et les conventions qui y sont mentionnées.

QUATRIEME RESOLUTION

(Renouvellement du mandat de membre du Conseil de surveillance de M. Gérard BARBOT)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, renouvelle le mandat de membre du Conseil de surveillance de M. Gérard BARBOT, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

CINQUIEME RESOLUTION

(Renouvellement du mandat de membre du Conseil de surveillance de M. Robert RAYMOND)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, renouvelle le mandat de membre du Conseil de surveillance de M. Robert RAYMOND, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

SIXIEME RESOLUTION

(Renouvellement du mandat de membre du Conseil de surveillance de M. Pierre VAJDA)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, renouvelle le mandat de membre du Conseil de surveillance de M. Pierre VAJDA, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

SEPTIEME RESOLUTION

(Renouvellement du mandat de membre du Conseil de surveillance du Crédit Foncier de France)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, renouvelle le mandat de membre du Conseil de surveillance du Crédit Foncier de France, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

HUITIEME RESOLUTION

(Nomination de M. Daniel FRUCHART en qualité de nouveau membre du Conseil de surveillance)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, nomme membre du Conseil de surveillance M. Daniel FRUCHART, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

NEUVIEME RESOLUTION

(Nomination de M. Pierre NUYTS en qualité de nouveau membre du Conseil de surveillance)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, nomme membre du Conseil de surveillance M. Pierre NUYTS, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

DIXIEME RESOLUTION

(Nomination de M. Hervé VOGEL en qualité de nouveau membre du Conseil de surveillance)

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport de gestion du Directoire, nomme membre du Conseil de surveillance M. Hervé VOGEL, pour une durée de trois ans, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2011.

ONZIEME RESOLUTION

(Renouvellement du mandat de commissaire aux comptes titulaire de PricewaterhouseCoopers Audit SA)

L'Assemblée générale, statuant sur proposition du Conseil de surveillance, conformément aux dispositions de l'article L. 225-228 du Code de commerce, et constatant que le mandat de commissaire aux comptes titulaire de PricewaterhouseCoopers Audit SA arrive à expiration avec la présente assemblée, décide de le renouveler pour une période de six exercices, soit jusqu'à l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2014.

DOUZIEME RESOLUTION

(Renouvellement du mandat de commissaire aux comptes suppléant de M. Pierre COLL)

L'Assemblée générale, statuant sur proposition du Conseil de surveillance, conformément aux dispositions de l'article L. 225-228 du Code de commerce, et constatant que le mandat de commissaire aux comptes suppléant de M. Pierre COLL arrive à expiration avec la présente assemblée, décide de le renouveler pour une période de six exercices, soit jusqu'à l'Assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice 2014.

TREIZIEME RESOLUTION

(Autorisation globale d'émettre des obligations)

L'Assemblée générale, après avoir entendu la lecture des rapports du Directoire et du Conseil de surveillance, autorise le Directoire, sur ses seules délibérations, à procéder en une ou plusieurs fois à l'émission en France ou à l'Etranger, d'obligations à durée déterminée, en euros ou son équivalent légal dans toute autre monnaie qui viendrait à le remplacer ou en devises étrangères, jusqu'à concurrence d'un montant nominal de 5 milliards d'euros ou d'une contre valeur équivalente en toute autre monnaie avec garantie dans les proportions, sous les formes et aux époques d'amortissement qu'il jugera et conformément aux statuts et aux règles édictées par le règlement intérieur de la Société.

Elle donne tous pouvoirs au Directoire en vue de l'émission de ces emprunts et de la fixation des caractéristiques de ces obligations. Cette autorisation est valable à compter du 1^{er} juillet 2009 et jusqu'au 30 juin 2010.

A TITRE EXTRAORDINAIRE

QUATORZIEME RESOLUTION

(Modification statutaire)

L'Assemblée générale, après avoir pris connaissance, du rapport du Directoire, décide de modifier ainsi qu'il suit l'article 3 des statuts :

ARTICLE 3 - OBJET

La Société a pour objet exclusif en France et à l'étranger :

- d'investir dans un ou plusieurs programmes de titrisation par l'acquisition de parts de fonds communs de créances (F.C.C.) ou de parts ou titres émis par de fonds communs de titrisation (F.C.T.),
- de procéder aux réinvestissements des sommes reçues au titre des parts de FCC ou de parts ou titres de FCT dans des valeurs mobilières et/ou titres de créances négociables,
- de procéder à des opérations de trésorerie, au sens de l'article L. 511-7, 3° du Code monétaire et financier, avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées, un pouvoir de contrôle effectif sur les autres.

Dans le cadre de ces acquisitions et opérations de trésorerie, la Société pourra dans le respect des lois et règlements applicables :

- se financer, en France ou à l'étranger, par tout emprunt, y compris tout emprunt participatif, ou par toute émission de valeurs mobilières ou de titres de créances négociables,
- effectuer sur tout marché à terme ou conditionnel toutes opérations de couverture des risques générés par ces acquisitions ou refinancements y afférents,
- octroyer ou prendre toutes sûretés ou garanties dans le cadre de son activité.

De façon plus générale, la Société pourra effectuer toutes opérations pouvant se rapporter, directement ou indirectement, aux activités mentionnées ci-dessus et susceptibles d'en favoriser l'accomplissement.

Dans le cadre de la réalisation de son objet social, la Société n'effectuera aucune opération susceptible d'entraîner une dégradation ou le retrait de la notation des titres émis par la Société ou des emprunts souscrits par la Société.

RESOLUTION COMMUNE

QUINZIEME RESOLUTION

(Pouvoirs pour l'accomplissement des formalités)

L'assemblée générale donne tous pouvoirs au porteur d'un original, d'une copie ou d'un extrait du procès-verbal de la présente assemblée pour accomplir toutes formalités qui seront nécessaires.

11.3 EXTRAIT DES STATUTS

Article 1 - Forme

La Société a été constituée sous la forme d'une Société Anonyme à Conseil d'administration aux termes d'un acte sous seing privé en date du 20 décembre 1994, enregistré à Paris, RPI 2° Vivienne, le 22 décembre 1994, Bord-416 n° 21.

L'Assemblée Générale Extraordinaire du 27 août 1997 a décidé de modifier le mode d'administration et de direction pour adopter la forme à Directoire et Conseil de Surveillance.

La Société continue à exister sous son nouveau mode d'administration et de direction entre les propriétaires des actions existantes et de toutes celles qui seraient créées ultérieurement. Elle est régie par les lois et règlements en vigueur, ainsi que par les présents Statuts.

Article 2 - Dénomination

La dénomination sociale est :

"VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES" ou en abrégé "VMG".

Dans tous les actes et documents émanant de la Société et destinés aux tiers, la dénomination doit être précédée ou suivie immédiatement des mots "Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance" et de l'énonciation du montant du capital social.

Article 3 - Objet

La Société a pour objet exclusif en France et à l'étranger :

- > D'investir dans un ou plusieurs programmes de titrisation par l'acquisition de parts de fonds communs de créances (F.C.C.),
- > De procéder aux réinvestissements des sommes reçues au titre des parts de FCC dans des valeurs mobilières et/ou titres de créances négociables,
- > De procéder à des opérations de trésorerie, au sens de l'article L. 511-7, 3° du Code Monétaire et Financier, avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées, un pouvoir de contrôle effectif sur les autres.

Dans le cadre de ces acquisitions et opérations de trésorerie, la Société pourra dans le respect des lois et règlements applicables :

- > Se financer, en France ou à l'étranger, par tout emprunt, y compris tout emprunt participatif, ou par toute émission de valeurs mobilières ou de titres de créances négociables,
- > Effectuer sur tout marché à terme ou conditionnel toutes opérations de couverture des risques générés par ces acquisitions ou refinancements y afférents,
- > Octroyer ou prendre toutes sûretés ou garanties dans le cadre de son activité.

De façon plus générale, la Société pourra effectuer toutes opérations pouvant se rapporter, directement ou indirectement, aux activités mentionnées ci-dessus et susceptibles d'en favoriser l'accomplissement.

Dans le cadre de la réalisation de son objet social, la Société n'effectuera aucune opération susceptible d'entraîner une dégradation ou le retrait de la notation des titres émis par la Société ou des emprunts souscrits par la Société.

12. Indication du lieu où peuvent être consultés les documents juridiques relatifs à l'Emetteur

Les statuts, comptes et rapports et procès-verbaux d'assemblées générales de VMG ainsi que la Convention-Cadre de Prêts Participatifs, le Contrat-Cadre de Prêt, le Contrat-Cadre de Souscription de Titres de Créances Négociables, la Convention-Cadre de Gages-Espèces, la Convention-Cadre d'Avances en Compte Courant et le Contrat-Cadre de Sous-traitance, conclus entre VMG et le Crédit Foncier de France, peuvent être consultés à la Direction Juridique du Crédit Foncier de France, 4 quai de Bercy – 94220 Charenton-le-Pont.

REGLEMENT INTERIEUR DE VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES

En date du 10 septembre 1997

Modifié les 24 novembre 1998, 25 avril 2000,
26 avril 2001, 20 juin 2003, 25 novembre 2004 et 23 octobre 2008

SOMMAIRE

1. DISPOSITIONS GENERALES	- 84 -
1.1 DEFINITIONS.....	- 84 -
1.2 OBJET	- 84 -
1.3 ELABORATION REVISION ET MODIFICATION DU REGLEMENT INTERIEUR.....	- 84 -
1.4 SUPPRESSION DU REGLEMENT INTERIEUR.....	- 85 -
2. PRINCIPES DE FONCTIONNEMENT.....	- 86 -
2.1 PRINCIPE D'ADOSSEMENT	- 86 -
2.2 CALENDRIER DE FONCTIONNEMENT	- 87 -
2.3 DEROULEMENT NORMAL	- 88 -
2.4 DENOUEMENT ANTICIPE.....	- 89 -
3. CADRE DE FONCTIONNEMENT.....	- 91 -
3.1 LES REGLES DE GESTION	- 91 -
3.1.1 <i>Règle de Dénouement Anticipé</i>	- 91 -
3.1.1.1 Paiement des intérêts.....	- 91 -
3.1.1.2 Remboursement du principal.....	- 92 -
3.1.2 <i>Règle de Provision</i>	- 92 -
3.1.3 <i>Objectif de Liquidité</i>	- 93 -
3.2 LES ACTES DE GESTION	- 93 -
3.2.1 <i>Souscription de Parts</i>	- 93 -
3.2.1.1 Cadre général.....	- 93 -
3.2.1.2 Conditions préalables	- 94 -
3.2.1.3 Procédure d'acquisition des Parts.....	- 94 -
3.2.2 <i>Prêts Participatifs</i>	- 95 -
3.2.2.1 Cadre Général	- 95 -
3.2.2.2 Conditions préalables	- 95 -
3.2.2.3 Procédure de demande de Prêt Participatif.....	- 95 -
3.2.3 <i>Emissions</i>	- 96 -
3.2.3.1 Cadre Général	- 96 -
3.2.3.2 Conditions préalables	- 96 -
3.2.3.3 Procédure de lancement des Emissions	- 97 -
3.2.4 <i>Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts</i>	- 98 -
3.2.4.1 Cadre Général	- 98 -
3.2.4.2 Conditions Préalables	- 98 -
3.2.4.3 Procédure.....	- 99 -
3.2.5 <i>Gages-Espèces</i>	- 99 -
3.2.5.1 Cadre Général	- 99 -
3.2.5.2 Conditions préalables	- 99 -
3.2.5.3 Procédure de demande de mise à disposition de Gages-Espèces.....	- 100 -
3.2.6 <i>Prêt à l'Actionnaire Majoritaire</i>	- 100 -
3.2.6.1 Cadre Général	- 100 -
3.2.6.2 Conditions préalables	- 100 -
3.2.6.3 Procédure d'octroi du Prêt.....	- 101 -
3.2.7 <i>Souscription de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire</i>	- 101 -
3.2.7.1 Cadre Général	- 101 -
3.2.7.2 Conditions préalables	- 102 -
3.2.7.3 Procédure de souscription des TCN.....	- 102 -
3.2.8 <i>Opérations de trésorerie de VMG</i>	- 102 -
3.2.8.1 Cadre Général	- 102 -
3.2.8.2 Conditions préalables	- 104 -
3.2.8.3 Procédure d'acquisition de Valeurs Mobilières de Placement.....	- 104 -
3.2.9 <i>Rachat et annulation d'une Emission</i>	- 104 -
3.2.9.1 Cadre général.....	- 104 -
3.2.9.2 Conditions préalables	- 104 -
3.2.9.3 Procédure de rachat.....	- 105 -
3.3 ORDRE DE PRIORITE ET ALLOCATION DES FLUX.....	- 106 -

3.3.1	<i>Mode de Déroulement Normal</i>	- 106 -
3.3.1.1	Encaissements des Fonds Disponibles.....	- 106 -
3.3.1.2	Affectations.....	- 107 -
3.3.1.3	Distributions.....	- 107 -
3.3.1.4	Placement des sommes disponibles.....	- 109 -
3.3.2	<i>Mode de Dénouement Anticipé</i>	- 109 -
3.3.2.1	Encaissements des Fonds Disponibles.....	- 109 -
3.3.2.2	Affectations.....	- 109 -
3.3.2.3	Distributions.....	- 110 -
3.3.2.4	Placement des sommes disponibles.....	- 112 -
3.4	SOUS-TRAITANCE DE LA GESTION.....	- 112 -
3.4.1	<i>Avances</i>	- 113 -
3.4.1.1	Cadre général.....	- 113 -
3.4.1.2	Condition préalable.....	- 113 -
3.4.1.3	Procédure de demande d'Avances.....	- 113 -
4.	RELATIONS ENTRE LES DEUX ORGANES DE DIRECTION ET DE CONTROLE.....	- 114 -
4.1	DEROULEMENT EN MODE NORMAL.....	- 114 -
4.1.1	<i>les opérations réalisées au cours du trimestre passé :</i>	- 114 -
4.1.2	<i>les projets pour le trimestre à venir :</i>	- 115 -
4.2	DEROULEMENT EN CAS DE DENOUEMENT ANTICIPE.....	- 115 -
4.2.1	<i>Les opérations au titre du trimestre passé :</i>	- 116 -
4.2.2	<i>les prévisions pour le trimestre à venir :</i>	- 116 -
	ANNEXE 1- FICHE TECHNIQUE DES PARTS	- 117 -
	ANNEXE 2 - FICHE TECHNIQUE DES TITRES DE PLACEMENT	- 118 -
	ANNEXE 3 - FICHE TECHNIQUE D'EMISSION	- 119 -
	ANNEXE 4 - DOSSIER DE CREDIT	- 120 -
	ANNEXE 5 - RAPPORT TRIMESTRIEL DE GESTION	- 121 -
	ANNEXE 6- DOSSIER STATISTIQUE	- 123 -
	ANNEXE 7- LISTE DES INDEX DE CALCUL DES TAUX D'INTERETS AUTORISES	- 124 -
	ANNEXE 8 - PRINCIPE DE CALCUL DE LA SOULTE D'INDEMNISATION D'UNE EMISSION	- 125 -
	ANNEXE 9 - DEFINITIONS	- 127 -

1. Dispositions Générales

1.1 Définitions

Le présent document constitue le règlement intérieur prévu par l'article 16 alinéa 2 des statuts de Vauban Mobilisations Garanties (le "Règlement Intérieur").

Les termes et noms communs utilisés dans le présent Règlement Intérieur et commençant par une majuscule auront la signification qui leur est donnée au glossaire figurant en ANNEXE 9.

1.2 Objet

Le Règlement Intérieur définit les règles auxquelles les membres du Directoire devront se conformer pour la réalisation des opérations engagées par la Société.

Le Conseil de Surveillance devra s'assurer du respect du Règlement Intérieur par le Directoire.

Le Règlement Intérieur a pour objet de :

- déterminer les caractéristiques possibles des Emissions de VMG au regard de ses actifs et d'organiser les aspects opérationnels de ses refinancements.
- faciliter la prise de décision en définissant a priori les informations financières qui devront figurer dans les rapports du Directoire au Conseil de Surveillance.

1.3 Elaboration Révision et modification du Règlement Intérieur

Le Règlement Intérieur est établi par le Directoire, conformément aux dispositions des statuts.

Il est porté à la connaissance des Agences de Notation en vue de la notation des Emissions.

Il est ensuite présenté par le président du Directoire au Conseil de Surveillance.

Il est approuvé par le Conseil de Surveillance. Son application est immédiate.

Un exemplaire du Règlement Intérieur sera remis aux membres du Directoire et du Conseil de Surveillance, ainsi qu'à tous ceux qui à un titre ou à un autre auront à exécuter des opérations pour le compte de VMG.

La responsabilité des membres tant du Directoire que du Conseil de Surveillance pourra être engagée en cas de non respect du présent Règlement Intérieur.

Toute modification du Règlement Intérieur sera présentée par le président du Directoire au Conseil de Surveillance et ne pourra être autorisée par ce dernier qu'après avoir obtenu la confirmation des Agences de Notation que la modification envisagée n'entraînera pas la dégradation des notations des Emissions en cours.

1.4 Suppression du Règlement Intérieur

La suppression du présent Règlement Intérieur est une décision qui relève de la compétence de l'Assemblée Générale Extraordinaire. Il conviendra d'appliquer les dispositions des statuts propres à cette assemblée.

Le Directoire présentera un projet motivé sur la suppression du Règlement Intérieur au Conseil de Surveillance.

Le Conseil de Surveillance présentera à son tour un projet motivé sur la suppression du Règlement Intérieur à l'Assemblée Générale Extraordinaire, sous réserve qu'il n'y ait plus d'Emissions notées en cours, et que les Agences de Notation ne s'opposent pas à cette suppression enfin que les créanciers de VMG n'en subissent aucun préjudice.

2. Principes de fonctionnement

2.1 Principe d'Adossement

VMG est une structure de refinancement du Groupe Crédit Foncier de France qui fonctionne selon un principe d'adossement dont les grandes lignes sont décrites ci après :

1. VMG émet de la dette sous forme de valeurs mobilières de titres de créances négociables ou d'emprunts bancaires (les Emissions) dont le produit est réemployé sous forme de Prêts au Crédit Foncier de France ou pour la souscription par VMG de TCN émis par le Crédit Foncier de France. Les Prêts, ou les TCN souscrits, ont les mêmes caractéristiques financières que les Emissions (même montant, même taux, même durée).
2. Pour assurer le remboursement des Emissions, même en cas de non remboursement des Prêts qu'il a consentis ou des TCN qu'il a souscrit, VMG se dote d'actifs de qualité sous la forme de parts de fonds commun de créances ou de parts de fonds commun de titrisation qui ont vocation à être constitués en particulier à partir de créances résultant de l'activité commerciale du Groupe Crédit Foncier de France (les Parts). L'acquisition des Parts est financée par des Prêts Participatifs octroyés à VMG par le Crédit Foncier de France.
3. L'encours des Parts a vocation à être supérieur à l'encours des Emissions. Toutefois si l'amortissement des Parts devient plus rapide que l'amortissement des Emissions, cet amortissement est conservé en réserve (la Réserve pour Remboursement d'Emission) de sorte que l'encours des Parts plus la Réserve pour Remboursement d'Emission soit à tout moment supérieur ou égal à l'encours des Emissions.
4. De même la rémunération des Parts a vocation à être supérieure à la rémunération des Emissions. Si du fait des conditions de marché une Emission porte un taux d'intérêt trop élevé une Provision pour Rémunération d'Emission est constituée au lancement de cette Emission de sorte que la rémunération des Parts plus la Provision pour Rémunération d'Emission permette à tout moment la rémunération des Emissions.
5. Dans certains cas, et notamment en cas de cessation des paiements du Crédit Foncier de France (les Cas de Dénouement Anticipé), les Emissions ne sont plus remboursées à leurs échéances contractuelles par les Prêts ou les sommes dues au titre des TCN. Elles font l'objet d'un remboursement anticipé et sont amorties à partir des amortissements des Parts et au rythme de ces amortissements. Une soulte est versée, le cas échéant, aux investisseurs pour compenser la charge financière éventuelle résultant de la différence entre l'échéancier contractuel initial des Emissions et leur nouvel échéancier. Le montant de cette soulte éventuelle est régulièrement provisionné par VMG (la Provision pour Soulttes).
6. Les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soulttes sont financées par des dépôts sous forme de gage-espèces (les Gages-Espèces) constitués par le Crédit Foncier de France dans les livres de VMG. Enfin pour pouvoir faire face à des charges imprévues et en cas d'insuffisance de trésorerie VMG peut faire appel à des avances d'actionnaires (les Avances).

Le bilan et le compte de résultats de VMG retracent ce principe d'adossement et peuvent être découpés en classes au sein desquelles les actifs sont adossés aux passifs ou les produits sont adossés aux charges. A une classe du bilan correspond une classe du compte de résultats.

BILAN	
ACTIF	PASSIF
Parts	Prêts Participatifs
Réserve pour Remboursement d'Emission	
Prêts / TCN	Emissions
Provision pour Rémunération d'Emission	Gages-Espèces
Provision pour Soultes	
Pertes dues aux charges imprévues	Avances

COMPTE DE RESULTATS	
CHARGES	PRODUITS
Rémunération des Prêts Participatifs	Rémunération des Parts
	Produits de remplacement de la Réserve pour Remboursement d'Emission
Intérêts sur Emissions	Intérêts sur Prêts / Intérêts sur TCN
Indemnités d'Immobilisation des Gages-Espèces	Produits de remplacement : des Provisions pour Rémunération d'Emission
	et des Provision pour Soultes
Charges imprévues	Pertes dues aux charges imprévues

Le Règlement Intérieur édicte les règles qui imposent au Directoire le respect de ces équilibres par classes d'une part entre l'actif et le passif et, d'autre part entre les produits et les charges. Il prévoit également les moyens et les modalités du contrôle du Conseil de Surveillance sur le respect de ces équilibres.

2.2 Calendrier de fonctionnement

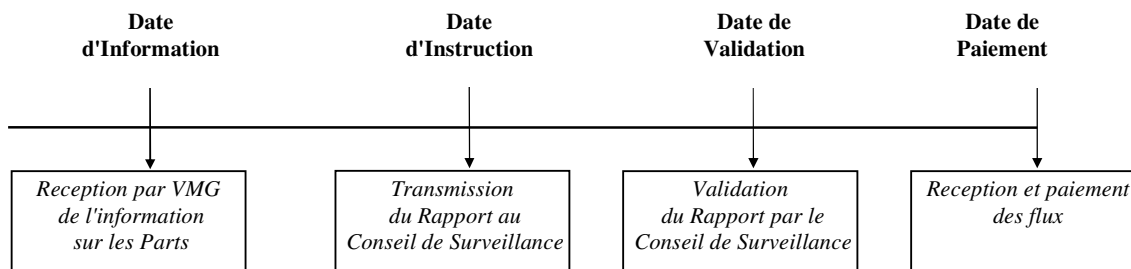
VMG fonctionne sur un rythme principalement trimestriel, de Date de Paiement à Date de Paiement. En particulier les dates d'échéances en intérêts et principal des Parts et des Emissions coïncident avec des Dates de Paiement.

En fin de trimestre, deux semaines avant la Date de Paiement, le Directoire transmet au Conseil de Surveillance un rapport (le Rapport Trimestriel de Gestion) qui détaille les événements intervenus au cours du trimestre, les paiements à intervenir à la Date de Paiement et les orientations de gestion pour le trimestre à venir.

Dans les deux semaines qui précèdent la Date de Paiement, le Conseil de Surveillance se réunit pour valider le Rapport Trimestriel de Gestion et, en particulier, autoriser les paiements à intervenir à la Date de Paiement ainsi que certains actes de gestion pour le trimestre suivant.

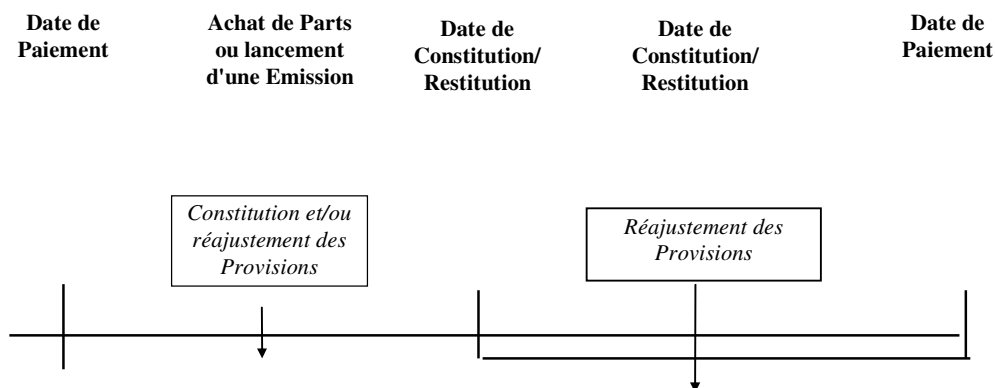
Pendant le trimestre, le Directoire peut à tout moment acheter des Parts et procéder à des Emissions dans la limite des autorisations données par le Conseil de Surveillance à la fin de trimestre précédent.

Calendrier de fin de trimestre



L'achat de nouvelles Parts ou la réalisation d'une nouvelle Emission sont susceptibles de modifier les échéanciers de remboursement anticipé des Emissions en Cas de Dénouement Anticipé. L'achat de nouvelles Parts ou la réalisation d'une nouvelle Emission s'accompagnent donc d'un réajustement ou de la constitution de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Soultes. Ultérieurement la Provision pour Soulte est recalculée à un rythme mensuel en Date de Calcul en fonction des évolutions de marché et réajustée ou constituée deux jours ouvrés après la Date de Calcul (les Dates de Constitution et de Restitution).

Calendrier des Provisions



2.3 Déroulement Normal

En mode de Déroulement Normal, le Directoire est autorisé à effectuer un certain nombre d'opérations d'investissement, de financement, de garantie, de trésorerie et de couverture (les Actes de Gestion) dans le cadre de contrats préalablement conclus qui définissent les conditions propres à chaque Acte de Gestion.

Le Règlement Intérieur, en son article 3, précise les dates auxquelles les Actes de Gestion peuvent être effectués et les relations à respecter entre les divers Actes de Gestion. En mode de Déroulement Normal ces relations obéissent aux principes généraux qui suivent. Ces principes n'ont pas vocation à être exhaustifs, la description complète des Actes de Gestion en mode de Déroulement Normal figurant à l'article 3.

1. A tout moment pendant un trimestre, le Directoire peut procéder à l'acquisition de Parts dans la limite des autorisations données par le Conseil de Surveillance à la fin du trimestre précédent. Les Parts doivent produire des intérêts à un taux (fixe ou variable) et selon des conventions de calcul qui sont prédéfinis et énumérés dans la Liste des Index. L'acquisition se fait au pair. Elle est financée par des Prêts Participatifs octroyés par le Crédit Foncier de France.
2. En Date de Paiement, si le Principal Restant Dû des Emissions est supérieur au Principal Restant Dû des Parts, l'amortissement des Parts est affecté en priorité à la Réserve pour Remboursement d'Emission pour un montant égal à la différence entre le Principal Restant Dû des Emissions et le Principal Restant Dû des Parts. La Réserve pour Remboursement d'Emission peut être dotée d'un montant complémentaire dans le but de limiter l'écart entre

la Durée de Vie de Dénouement des Emissions et leurs Durées de Vie Résiduelle. Le solde éventuel de l'amortissement des Parts est affecté au remboursement des Prêts Participatifs.

3. En Date de Paiement, le Directoire verse à titre de rémunération aux Prêts Participatifs des intérêts basés sur les intérêts reçus sur les Parts et sur les Produits Financiers perçus au titre du placement de la Réserve pour Remboursement d'Emission.
4. A tout moment pendant un trimestre, le Directoire peut procéder à une Emission dans la limite des autorisations données par le Conseil de Surveillance à la fin du trimestre précédent. Une Emission doit porter des intérêts à un taux et selon des conventions de calcul figurant à la Liste des Index ou à défaut faire l'objet d'un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts au titre duquel VMG paye à la Contrepartie des intérêts à un taux et selon des conventions de calcul figurant à la Liste des Index et reçoit de la Contrepartie l'intégralité des intérêts à payer au titre de l'Emission.
5. Le produit de l'Emission doit être réemployé (i) sous forme de Prêt au Crédit Foncier de France ou (ii) pour la souscription par VMG de TCN émis par le Crédit Foncier de France, pour un montant, une durée et un taux identiques (en tenant compte du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts le cas échéant).
6. A chaque Date de Paiement, le Directoire verse des intérêts et du principal sur les Emissions à partir des intérêts et du principal reçus sur les Prêts ou sur le Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts le cas échéant.
7. Pour les besoins de la gestion de VMG les Parts, les Prêts Participatifs, les Emissions, les Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts et les Prêts, ou les TCN le cas échéant, sont regroupés au sein de Compartiments de Gestion en fonction du taux et de la convention de calcul retenus pour déterminer leurs intérêts. Il y a autant de Compartiments de Gestion que d'index dans la Liste des Index.
8. Au sein de chaque Compartiment de Gestion, une Emission ne peut être lancée que si, après prise en compte de l'Emission projetée, la somme du Principal Restant Dû des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission dudit Compartiment de Gestion reste supérieure à la somme du Principal Restant Dû des Emissions dudit Compartiment de Gestion. De même après prise en compte de l'Emission projetée le montant des intérêts à percevoir sur les Parts dudit Compartiment de Gestion doit être supérieur au montant d'intérêts à payer sur les Emissions dudit Compartiment de Gestion, à défaut l'Emission n'est lancée qu'après constitution d'une Provision pour Rémunération d'Emission d'un montant égal à l'insuffisance d'intérêts.
9. Lors du lancement d'une Emission une Provision pour Soulte est éventuellement constituée de manière à pouvoir indemniser les Investisseurs ou les Contreparties de Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts au cas où un passage en Dénouement Anticipé (cf. infra) leur porterait un préjudice financier.
10. Les éventuelles Provisions pour Rémunération d'Emission et Provisions pour Soultes sont constituées à partir de dépôts sous forme de Gages-Espèces effectués par le Crédit Foncier de France auprès de VMG. Les Provisions pour Soultes sont ultérieurement recalculées à fréquence mensuelle en Date de Calcul et, le cas échéant, réajustées deux jours ouvrés après chaque Date de Calcul en Date de Constitution ou en Date de Restitution.
11. A chaque Date de Paiement, le Directoire verse des indemnités d'immobilisation sur les Gages-Espèces à partir des Produits Financiers perçus au titre du placement de la Provision pour Rémunération d'Emissions et la Provision pour Soultes.

2.4 Dénouement Anticipé

La survenance d'un Cas de Dénouement Anticipé a pour principal effet d'entraîner l'exigibilité anticipée des Emissions et la suspension des paiements sur les Prêts Participatifs, les Gages-

Espèces et les Avances en Compte Courant. Les principes généraux de fonctionnement de VMG deviennent les suivants. Ces principes n'ont pas vocation à être exhaustifs, la description complète du Dénouement Anticipé figurant à l'article 3.

1. VMG ne peut plus procéder à l'acquisition de Parts ou au lancement d'Emission.
2. Les intérêts payables par VMG au titre de chaque Emission ou de chaque Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts sont augmentés le cas échéant d'un montant égal à la Majoration prévue.
3. Les intérêts et le principal des Emissions sont exigibles à chaque Date de Paiement, dans la limite des sommes disponibles à chaque Date de Paiement, dont font partie les sommes versées au titre des Parts.
4. Aucun paiement en principal et en intérêts n'est exigible au titre des Prêts Participatifs, des Gages-Espèces et des Avances, tant que toutes les Emissions ne sont pas entièrement remboursées ;
5. Les investisseurs au titre d'une Emission et les Contreparties de Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts reçoivent le cas échéant des Souttes d'Indemnisation dans la limite du montant des Provisions pour Souttes constituées à la date de survenance du Cas de Dénouement Anticipé.
6. La répartition des flux encaissés se fait en priorité à l'intérieur de chaque Compartiment de Gestion, en affectant en priorité les flux encaissés sur les Parts d'un Compartiment de Gestion aux flux dus sur les Emissions de ce même Compartiment de Gestion.
7. Pour chaque Compartiment de Gestion les intérêts perçus sur les Parts sont affectés au paiement des Commissions, puis aux Frais Récurrents, puis aux intérêts sur les Emissions (en tenant compte des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts le cas échéant).
8. Pour chaque Compartiment de Gestion le principal perçu sur les Parts est affecté au remboursement séquentiel des Emissions dans l'ordre de leur Durée de Vie Résiduelle (les Emissions les plus courtes sont remboursées en priorité). Le nominal de chaque Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts s'amortit au même rythme que celui de l'Emission à laquelle il est associé.
9. Pour chaque Compartiment de Gestion les sommes résiduelles après rémunération et remboursement des Emissions sont conservées en réserve et peuvent être utilisées à la rémunération et au remboursement des Emissions d'autres Compartiments de Gestion. Il en est de même des sommes éventuellement perçues au titre des Prêts ou des TCN.
10. Après complet remboursement de toutes les Emissions les sommes résiduelles sont affectées séquentiellement (i) sur un mode pari-passu aux paiements d'intérêts sur les Prêts Participatifs et sur les Gages-Espèces, (ii) sur un mode pari-passu aux remboursements des Prêts Participatifs et des Gages-Espèces et (iii) au remboursement des Avances.

3. Cadre de fonctionnement

3.1 Les Règles de Gestion

VMG s'est doté d'un certain nombre de Règles de Gestion visant à assurer aux Investisseurs et suite à un Cas de Dénouement Anticipé :

- le complet paiement des intérêts et du principal dus sur les Emissions,
- pour chaque Emission un échéancier de remboursement anticipé dont la Durée de Vie de Dénouement soit voisine de la Durée de Vie Résiduelle de l'Emission au moment de la survenance du Cas de Dénouement Anticipé,
- le paiement d'une Soulte d'Indemnisation.

Le Directoire rend compte à fréquence trimestrielle au Conseil de Surveillance du respect de ces règles au travers du Rapport Trimestriel de Gestion.

3.1.1 Règle de Dénouement Anticipé

Elle vise à assurer, en mode de Dénouement Anticipé, le complet paiement des intérêts des Emissions sous l'Hypothèse Conservatrice ainsi que le complet remboursement du principal des Emissions.

3.1.1.1 Paiement des intérêts

A chaque Date de Calcul ainsi que préalablement à toute acquisition de Parts et à tout lancement d'une Emission, le Directoire simule les Echéanciers Conservateurs des Parts et des Emissions en faisant l'hypothèse d'un dénouement anticipé et en tenant compte, le cas échéant, des Parts dont l'acquisition est projetée ou de l'Emission dont le lancement est envisagé. Cette simulation est faite sur la base de l'Hypothèse Conservatrice.

A chaque Date de Calcul (*), le Directoire détermine les différents montants de la Provision pour Rémunération d'Emission sur la base des différents Echéanciers Conservateurs préalablement simulés et de sorte que la condition suivante soit vérifiée :

Pour chaque Compartiment de Gestion et pour chaque Date de Paiement à intervenir sur les Echéanciers Conservateurs des Parts et des Emissions la somme :

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">• du montant cumulé des Intérêts Reçus Référencés jusqu'à la ladite Date de Paiement et• du montant de la Provision pour Rémunération d'Emission <p>est supérieure ou égale à la somme :</p> <ul style="list-style-type: none">• du montant cumulé des Commissions Référencées jusqu'à ladite Date de Paiement,• du montant cumulé des Frais Récurrents au titre des Emissions dudit Compartiment de Gestion jusqu'à ladite Date de Paiement et• du montant cumulé des Intérêts Dus Référencés jusqu'à ladite Date de Paiement. |
|--|

Le montant de la Provision pour Rémunération résultera, pour chaque Compartiment de Gestion, du calcul faisant ressortir le montant le plus élevé, en fonction de l'Hypothèse Conservatrice choisie.

En cas d'augmentation du montant de la Provision pour Rémunération d'Emission, le Directoire demande au Crédit Foncier de France de constituer un Gage-Espèces dans les deux jours ouvrés suivant la Date de Calcul.

* Lors du dernier calcul fait immédiatement avant une Date de Paiement, le Directoire ne prend pas en compte les flux à intervenir lors de la première Date de Paiement de l'échéancier.

Le non respect de la Règle de Dénouement Anticipé, notamment du fait de la non constitution d'un Gage-Espèces par le Crédit Foncier de France, constitue un Cas de Dénouement Anticipé.

3.1.1.2 Remboursement du principal

A chaque Date d'Instruction et pour chaque Compartiment de Gestion, le Directoire vérifie que, compte tenu des amortissements à intervenir à la prochaine Date de Paiement, la somme des Principaux Restant Dus aux Emissions à cette Date de Paiement reste inférieure ou égale à la somme des Principaux Restant Dus aux Parts à la même Date de Paiement et du montant de la Réserve pour Remboursement d'Emission. A défaut le Directoire affecte à la Réserve pour Remboursement d'Emission tout ou partie de l'amortissement à intervenir sur les Parts de sorte que la somme des Principaux Restant Dus aux Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission soit à cette Date de Paiement supérieure ou égale à la somme des Principaux Restant Dus aux Emissions.

Le Directoire ne peut décider de lancer une Emission que si, en tenant compte de l'Emission dont le lancement est envisagé, la somme des Principaux Restant Dus aux Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission soit à la date du règlement de l'Emission supérieure ou égale à la somme des Principaux Restant Dus aux Emissions.

Le Directoire peut décider, lors d'une Date de Calcul précédant une date d'acquisition de Parts, de rembourser l'excédent de Réserve de Remboursement d'Emission constituée apparaissant à la prochaine Date de Paiement.

Pour chaque Compartiment de Gestion, la somme :

- **des Principaux Restant Dus aux Parts et**
- **de la Réserve pour Remboursement d'Emission**

est à tout moment supérieure ou égale à la somme :

- **des Principaux Restant Dus aux Emissions**

Le non respect de la Règle de Dénouement Anticipé constitue un Cas de Dénouement Anticipé.

3.1.2 Règle de Provision

A chaque Date de Calcul le Directoire recalcule le montant des Provisions pour Soultes.

A chaque Date de Constitution ou à chaque Date de Restitution le montant des Gages-Espèces est au moins égal à la somme pour tous les Compartiments de Gestion des montants :

- **des Provisions pour Soultes et**
- **des Provisions pour Rémunération d'Emissions**

tels que ces montants ont été calculés à la précédente Date de Calcul.

En cas d'augmentation du montant des Provisions pour Soultes, le Directoire demande au Crédit Foncier de France de constituer un Gage-Espèces dans les deux jours ouvrés suivant la Date de Calcul.

Le non respect de la Règle de Provision, notamment du fait de la non constitution d'un Gage-Espèces par le Crédit Foncier de France, constitue un Cas de Dénouement Anticipé.

3.1.3 Objectif de Liquidité

A chaque Date d'Instruction ainsi que préalablement à toute acquisition de Parts et à tout lancement d'une Emission, le Directoire simule les Echéanciers Moyens des Emissions en faisant l'hypothèse d'un dénouement anticipé et en tenant compte, le cas échéant, des Parts dont l'acquisition est projetée ou de l'Emission dont le lancement est envisagé. Cette simulation est faite sur la base de l'Hypothèse Moyenne et des Echéanciers Moyens des Parts communiqués à chaque Date d'Information et pour chaque fonds commun de créances ou fonds commun de titrisation par la Société de Gestion.

Pour minimiser l'impact d'un Dénouement Anticipé sur les Investisseurs ainsi que pour minimiser les Provisions pour Soultes, le Directoire a pour objectif que la Durée de Vie de Dénouement de chaque Emission soit voisine de sa Durée de Vie Résiduelle.

C'est l'Objectif de Liquidité qui s'exprime sous la forme suivante :

Pour chaque Emission, la Durée de Vie de Dénouement ne doit pas s'écarter de la Durée de Vie Résiduelle de plus de :

- **6 mois, si la Durée de Vie Résiduelle est inférieure à 24 mois,**
- **12 mois, si la Durée de Vie Résiduelle est supérieure à 24 mois et inférieure à 60 mois,**
- **24 mois, si la Durée de Vie Résiduelle est supérieure à 60 mois et inférieure à 120 mois,**
- **36 mois, si la Durée de Vie Résiduelle est supérieure à 120 mois.**

Pour atteindre cet objectif, le Directoire veille, lors du lancement d'une Emission, à ce que la Durée de Vie Initiale ne s'écarte pas trop de la Durée de Vie de Dénouement calculée au lancement de l'Emission. Le Directoire peut également être amené à conserver à chaque Date de Paiement un montant d'amortissement de Parts dans la Réserve pour Remboursement d'Emission de manière à limiter l'augmentation de la Durée de Vie de Dénouement.

Le fait que l'Objectif de Liquidité ne soit pas atteint ne constitue pas un Cas de Dénouement Anticipé.

3.2 Les Actes de Gestion

Tant que VMG est en mode de Déroulement Normal le Directoire est autorisé à accomplir une liste limitative d'Actes de Gestion. En mode de Dénouement Anticipé le fonctionnement de VMG est entièrement prédéfini et le Directoire n'a plus de latitude en matière de gestion.

3.2.1 Souscription de Parts

3.2.1.1 Cadre général

VMG peut à tout moment investir dans un ou plusieurs programmes de titrisation et acquérir des Parts, sous réserve de respecter les conditions préalables cumulatives définies ci après.

Les Parts sont affectées à un Compartiment de Gestion et leur acquisition est financée par un Prêt Participatif mis à disposition par l'Actionnaire Majoritaire.

Les Parts sont inscrites en compte sur le Compte d'Instruments Financiers. VMG donne au dépositaire du fonds commun de créances ou du fonds commun de titrisation une instruction irrévocable de verser les sommes mises en distribution au titre des Parts sur le Compte Espèces Spécifique.

3.2.1.2 Conditions préalables

1. VMG est en mode de Déroulement Normal.
2. Le Conseil de Surveillance a validé le dernier Rapport Trimestriel de Gestion dans lequel le Directoire lui a soumis son projet d'acquérir des Parts.
3. Les Agences de Notation ont confirmé que l'acquisition de Parts envisagée n'entraînera pas une détérioration ou le retrait des notations alors en vigueur des Emissions ou aura pour effet de limiter cette détérioration ou d'éviter un tel retrait.
4. Les Parts sont libellées en Euro et peuvent être inscrites en compte auprès d'un intermédiaire habilité.
5. Les intérêts sur les Parts sont déterminables à partir d'un taux et selon des conventions de calcul figurant dans la Liste des Index.
6. Les dates d'échéance des intérêts et du principal des Parts correspondent à des Dates de Paiement.
7. La Société de Gestion a fourni un Echancier Théorique et un Echancier Moyen, ainsi que l'Hypothèse Moyenne.
8. La souscription des Parts s'effectue au pair.
9. La Date Ultime d'Amortissement des Parts est antérieure ou égale à 28 octobre 2051.
10. Les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soultes ont été recalculées à la Date de Calcul précédant la date d'acquisition prévue en tenant compte de l'acquisition des Parts envisagée. En cas d'augmentation du montant de ces provisions un Gage-Espèces a été constitué et la Règle de Provision est vérifiée.
11. Le Prêt Participatif nécessaire au paiement du prix d'acquisition a été mis à disposition, en tenant compte, le cas échéant, de l'excédent de Réserve de Remboursement d'Emission précédemment constituée, constatée à la Date de Calcul.

3.2.1.3 Procédure d'acquisition des Parts

Les étapes de la procédure d'acquisition des Parts sont les suivantes :

1. Le Crédit Foncier de France propose au Directoire l'acquisition de Parts et lui soumet une fiche technique de Parts telle que décrite en ANNEXE 1, relative soit à l'émission de nouvelles parts d'un fonds commun de créances ou d'un fonds commun de titrisation déjà créé, soit à l'émission de nouvelles parts d'un fonds commun de créances ou d'un fonds commun de titrisation à créer.
2. Sur la base de cette fiche technique de Parts, le Directoire de VMG vérifie la conformité de ces Parts aux conditions préalables susvisées, et prépare le Dossier de Crédit que signe le président du Directoire sous réserve de l'obtention du plan de financement.
3. S'il existe une ou plusieurs Emissions non encore remboursées dans le Compartiment de Gestion auquel seront affectées les Parts dont l'acquisition est envisagée, le Directoire recalcule en Date de Calcul les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soultes relatives à ces Emissions ou aux Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts qui y sont associés en tenant compte des Parts dont l'acquisition est envisagée.
4. En cas d'augmentation du montant cumulé des Provisions pour Rémunération d'Emission et des Provisions pour Soultes, le Directoire demande à l'Actionnaire Majoritaire une mise à disposition de Gages-Espèces selon la procédure définie à l'article 3.2.5.

5. Le Directoire demande à l'Actionnaire Majoritaire un nouveau Prêt Participatif d'un montant égal au prix d'acquisition des Parts, selon la procédure définie à l'article 3.2.2.3.
6. Le président du Directoire notifie son accord d'achat des Parts au Crédit Foncier de France.

3.2.2 Prêts Participatifs

3.2.2.1 Cadre Général

VMG peut contracter des Prêts Participatifs auprès de son Actionnaire Majoritaire dans le cadre de la Convention-Cadre de Prêts Participatifs. L'objet exclusif de ces Prêts Participatifs est de financer la souscription des Parts et la Réserve pour Remboursement d'Emissions.

A chaque date d'acquisition de Parts, l'Actionnaire Majoritaire met à la disposition de VMG un nouveau Prêt Participatif d'un montant égal au prix d'acquisition des Parts dont l'acquisition est envisagée.

Tout Prêt Participatif est affecté au Compartiment de Gestion des Parts dont il a financé l'acquisition. A tout moment en mode de Déroulement Normal, et pour chaque Compartiment de Gestion, l'encours des Prêts Participatifs est égal à la somme du Principal Restant Dû des Parts et du montant de la Réserve pour Remboursement d'Emission.

Tant que VMG est en mode de Déroulement Normal, les Prêts Participatifs sont remboursés, à chaque Date de Paiement, d'un montant égal à la différence si elle est positive entre (i) la somme de l'encours des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission à la précédente Date de Paiement et (ii) la somme de l'encours des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission à la Date de Paiement considérée.

3.2.2.2 Conditions préalables

- (1) VMG est en mode de Déroulement Normal.
- (2) Le Prêt Participatif doit s'inscrire dans le cadre de la Convention-Cadre de Prêts Participatifs en vigueur à la date de la mise à disposition, et notamment l'ensemble des conditions de mise en œuvre prévues à l'article 6 de ladite Convention-Cadre ont toutes été remplies.

3.2.2.3 Procédure de demande de Prêt Participatif

Les étapes de la demande de Prêt Participatif sont les suivantes :

- (1) Le Directoire de VMG adresse sa demande à l'Actionnaire Majoritaire au plus tard 2 Jours Ouvrés avant la date de mise à disposition.
- (2) A la date de réception de la demande, l'Actionnaire Majoritaire adresse à VMG un avis de mise à disposition.
- (3) L'Actionnaire Majoritaire fait virer le montant du Prêt Participatif demandé au crédit du Compte Espèces Général à la date à laquelle les Parts sont acquises.

3.2.3 Emissions

3.2.3.1 Cadre Général

Le Directoire de VMG peut à tout moment au cours d'un trimestre procéder au lancement d'une Emission dans la limite des approbations données par le Conseil de Surveillance en fin de trimestre précédent et dans la limite des pouvoirs octroyés par l'assemblée générale ordinaire en ce qui concerne les Emissions sous forme d'obligations.

Une Emission est affectée à un Compartiment de Gestion en tenant compte le cas échéant du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts qui lui est associé.

Le Produit de l'Emission est intégralement utilisé sous forme de Prêt à l'Actionnaire Majoritaire ou pour la souscription de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire. Les Frais Initiaux et les Frais Récurrents encourus par VMG au titre de l'Emission sont remboursés par l'Actionnaire Majoritaire dans le cadre du Prêt qui lui est consenti ou des TCN souscrits par VMG.

Le contrat de l'Emission doit inclure la Lettre de Confort. Il peut prévoir en Cas de Dénouement Anticipé (i) une Majoration d'Intérêts et (ii) une Soulte d'Indemnisation dont le paiement doit intervenir à la première Date de Provision postérieure à la survenance du Cas de Dénouement Anticipé et pour un montant limité au montant de la Provision pour Soulte effectivement constituée à la date de survenance du Cas de Dénouement Anticipé.

Le Directoire fournit sans frais à tout Investisseur qui en fait la demande, et à chaque Date de Paiement :

- l'Echéancier Moyen,
 - la Durée de Vie de Dénouement,
 - et le montant de la Soulte d'Indemnisation
- associés à ladite Emission en supposant qu'un Cas de Dénouement Anticipé soit intervenu à cette Date de Paiement.

3.2.3.2 Conditions préalables

- (1) VMG est en mode de Déroulement Normal.
- (2) Le Conseil de Surveillance a donné au Directoire en Date de Validation précédente et dans le cadre du dernier Rapport Trimestriel de Gestion une approbation préalable de procéder à une ou plusieurs nouvelles Emissions, sur la base de critères financiers établis pour chaque Emission dans la Fiche Technique d'Emission préalable.
- (3) Dans le cas où l'Emission prend la forme d'une émission obligataire, et après prise en compte des précédentes Emissions effectuées sous forme d'émissions obligataires au cours de l'Année Opérationnelle, le Montant Maximum Autorisé n'est pas dépassé.
- (4) La date de lancement de l'Emission intervient avant la prochaine Date de Validation.
- (5) L'Actionnaire Majoritaire a confirmé sa demande de Prêt sur la base des conditions financières précisées dans l'offre de Prêt.
- (6) L'Actionnaire Majoritaire a confirmé, le cas échéant son émission de TCN sur la base des modalités des TCN précisées dans l'offre de souscription qui sera adressée à VMG.
- (7) Les Agences de Notation ont confirmé que (i) l'Emission aura les mêmes notations que les Emissions en cours et (ii) qu'elle n'entraînera pas une détérioration ou le retrait des notations alors en vigueur des Emissions. A compter de la date à laquelle la notation à long

terme du Crédit Foncier de France sera devenue inférieure à A3 (ADEF) ou inférieure à BBB (Fitch), l'Emission devra faire l'objet d'un accord formel des Agences de Notation.

- (8) La date d'échéance du principal de l'Emission correspond à une Date de Paiement. En général, les Dates d'échéance des intérêts correspondent également à des Dates de Paiement. Il peut se produire, dans le cas de certaines émissions, et pour des raisons d'usage de marché, que les dates d'échéance des intérêts correspondent aux dates d'anniversaire de la date d'échéance du principal, si celles-ci sont postérieures aux Dates de Paiement correspondantes. Dans ce dernier cas, les périodes d'intérêts continuent de coïncider avec les intervalles séparant deux Dates de Paiement.
- (9) Si les intérêts de l'Emission ne sont pas calculés à partir d'un taux et selon des conventions de calcul figurant dans la Liste des Index, un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts est associé à l'Emission.
- (10) Les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soultes ont été recalculées à la Date de Calcul précédant la date de lancement en tenant compte de l'Emission envisagée. En cas d'augmentation du montant de ces provisions un Gage-Espèces a été constitué et la Règle de Dénouement Anticipé et la Règle de Provision sont vérifiées.
- (11) En tenant compte de l'Emission dont le lancement est envisagé, la somme des Principaux Restant Dus aux Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission sera, à la date de règlement de l'Emission, supérieure ou égale aux Principaux Restant Dus sur les Emissions et la Règle de Dénouement Anticipé est vérifiée.

3.2.3.3 Procédure de lancement des Emissions

Les étapes de la décision de procéder à une Emission sont les suivantes :

- (1) Chaque année, l'assemblée générale ordinaire de VMG délègue au Directoire les pouvoirs nécessaires pour procéder à des Emissions sous forme d'obligations en une ou plusieurs fois au cours de l'Année Opérationnelle suivant la tenue de ladite assemblée et pour en arrêter les modalités conformément aux dispositions de l'article L.228-41 du Code de commerce.
- (2) A chaque Date d'Instruction précédant la fin d'un trimestre le Directoire transmet au Conseil de Surveillance, dans le cadre du Rapport Trimestriel de Gestion, une proposition de programme d'Emission pour le trimestre à venir. Ce programme tient compte du Montant Maximum autorisé et fixe pour chaque Emission projetée des limites financières au travers d'une Fiche Technique d'Emission préalable qui inclut notamment :
 - un Montant de l'Emission maximum,
 - un taux d'intérêt maximum,
 - une Majoration maximum,
 - une date de règlement limite.
- (3) Le Conseil de Surveillance approuve, en Date de Validation, le programme d'Emission proposé par le Directoire.
- (4) Le Directoire établit une Fiche Technique d'Emission définitive dont les conditions doivent impérativement s'inscrire dans les limites établies dans la Fiche Technique d'Emission préalable.
- (5) S'il existe une ou plusieurs Emissions non encore remboursées dans le Compartiment de Gestion auquel sera affectée l'Emission dont le lancement est envisagé, le Directoire recalcule en Date de Calcul les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soultes relatives à ces Emissions ou aux Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts qui y sont associés en tenant compte de l'Emission dont le lancement est envisagé.

- (6) En cas d'augmentation du montant cumulé des Provisions pour Rémunération d'Emission et des Provisions pour Soultes le Directoire demande à l'Actionnaire Majoritaire une mise à disposition de Gages-Espèces selon la procédure définie à l'article 3.2.5.
- (7) Si les intérêts de l'Emission ne sont pas calculés à partir d'un taux et selon des conventions de calcul figurant dans la Liste des Index, le Directoire met en place un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts selon la procédure définie à l'article 3.2.4.
- (8) Le Directoire s'assure de l'acceptation de l'offre de Prêt préalablement envoyée à l'Actionnaire Majoritaire dans les termes prévus à l'article 3.2.6.3.
- (9) Le Directoire s'assure de l'acceptation de l'offre de souscription des TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire dans les termes prévus à l'article 3.2.7.3.
- (10) Le président du Directoire notifie son accord sur le lancement de l'Emission.
- (11) Le Directoire complète le nantissement du Compte d'Instruments Financiers au profit des investisseurs de cette nouvelle Emission.

3.2.4 Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts

3.2.4.1 Cadre Général

Les Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts permettent à VMG d'élargir ses possibilités d'Emissions à des références de taux autres que celles figurant dans la Liste des Index.

Un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts est associé à une Emission et son nominal est à tout moment égal à celui de l'Emission à laquelle il est associé y compris en mode de Dénouement Anticipé. VMG paye à la Contrepartie des intérêts à un taux et selon des conventions de calcul figurant dans la Liste des Index et reçoit de la Contrepartie l'intégralité des intérêts à verser au titre de l'Emission.

Ces Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts doivent inclure la Lettre de Confort. Ils peuvent prévoir en Cas de Dénouement Anticipé (i) une Majoration d'Intérêts et (ii) une Soulte d'Indemnisation dont le paiement doit intervenir à la première Date de Provision postérieure à la survenance du Cas de Dénouement Anticipé et pour un montant limité au montant de la Provision pour Soulte effectivement constituée, à la date de survenance du Cas de Dénouement Anticipé.

Le Directoire fournit sans frais à toute Contrepartie qui en fait la demande, et à chaque Date de Paiement :

- l'Echéancier Moyen de l'Emission ayant fait l'objet du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts,
- et le montant de la Soulte d'Indemnisation en supposant qu'un Cas de Dénouement Anticipé soit intervenu à cette Date de Paiement.

3.2.4.2 Conditions Préalables

- (1) VMG est en mode de Déroulement Normal
- (2) Le risque de crédit présenté par la Contrepartie doit être :
 - noté AAA, ou évalué d'un niveau équivalent par S&P compte tenu de dispositions particulières visant à le relever ou, sous réserve de l'accord de S&P, noté A-1+ si le contrat prévoit un mécanisme d'appel de marge destiné à permettre, en cas de

dégradation de la Contrepartie, le transfert du contrat sur une autre contrepartie notée A-1+, et

- noté au minimum A1 long terme par Moody's avec des règles prévoyant des mécanismes de protection en cas de dégradation de la note à long terme de la contrepartie en deçà de A1, et
- noté F1+ par Fitch avec des règles prévoyant des mécanismes de protection en cas de dégradation de la notation de la contrepartie en deçà de F1+.

- (3) Les Agences de Notation ont confirmé que le Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts n'est pas susceptible d'entraîner une dégradation ou le retrait des notations alors en vigueur des Emissions .
- (4) Le nominal du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts est à tout moment égal à celui de l'Emission à laquelle il est associé y compris en mode de Dénouement Anticipé.
- (5) VMG paye à la Contrepartie des intérêts à un taux et selon des conventions de calcul figurant dans la Liste des Index et reçoit de la Contrepartie l'intégralité des intérêts à verser au titre de l'Emission.

3.2.4.3 Procédure

- (1) Le Directoire fait mention du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts dans la Fiche Technique d'Emission définitive et s'assure qu'après prise en compte du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts les conditions de l'Emission s'inscrivent dans les limites établies dans la Fiche Technique d'Emission préalable.
- (2) S'il existe une ou plusieurs Emissions non encore remboursées dans le Compartiment de Gestion auquel sera affectée l'Emission dont le lancement est envisagé, le Directoire recalcule en Date de Calcul les Provisions pour Rémunération d'Emission et les Provisions pour Soultes relatives à ces Emissions, après prise en compte de l'Emission et du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts qui sont envisagées.
- (3) En cas d'augmentation du montant cumulé des Provisions pour Rémunération d'Emission et des Provisions pour Soultes, le Directoire demande à l'Actionnaire Majoritaire une mise à disposition de Gages-Espèces selon la procédure définie à l'article 3.2.5.
- (4) Le président du Directoire notifie son accord sur la signature du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts

3.2.5 Gages-Espèces

3.2.5.1 Cadre Général

Les Gages-Espèces s'inscrivent dans le cadre de la Convention-Cadre de Gages-Espèces dont l'objet est le remboursement par le Crédit Foncier de France à VMG (i) de la partie des Intérêts Dus Référencés non financés par les intérêts reçus sur les Parts et (ii) des Soultes d'Indemnisation.

A tout moment, le montant des Gages-Espèces est égal à la somme de (i) la Provision pour Soultes et (ii) la Provision pour Rémunération d'Emissions.

3.2.5.2 Conditions préalables

- (1) VMG est en mode de Déroulement Normal.

- (2) Les Gages-Espèces doivent s'inscrire dans le cadre de la Convention-Cadre de Gages-Espèces en vigueur à la date de constitution, et notamment l'ensemble des conditions de mise en œuvre prévues à l'article 5 de ladite Convention-Cadre ont toutes été remplies.

3.2.5.3 Procédure de demande de mise à disposition de Gages-Espèces

Les étapes de la demande de mise à disposition de Gages-Espèces sont les suivantes :

- (1) A chaque Date de Calcul, le Directoire recalcule le montant de la Provision pour Rémunération d'Emission et le montant de la Provision pour Soutles.
- (2) En cas d'augmentation de la somme de ces montants entre la Date de Calcul et la Date de Calcul précédente, le Directoire de VMG adresse une demande de Gage-Espèces au Crédit Foncier de France en Date de Calcul avant 11 heures.
- (3) A la Date de Constitution suivante, le Crédit Foncier de France adresse à VMG un avis de mise à disposition et fait virer le montant du Gage-Espèces demandé au crédit du Compte Espèces Spécifique.

3.2.6 Prêt à l'Actionnaire Majoritaire

3.2.6.1 Cadre Général

VMG octroie des Prêts à son Actionnaire Majoritaire, société du groupe auquel VMG appartient et répondant aux critères de l'article L.511-7-3° du Code monétaire et financier. Chaque Prêt est octroyé dans le cadre du Contrat-Cadre de Prêts et est adossé à une Emission ayant servi à le refinancer.

Ainsi, à chaque nouvelle Emission, VMG octroie à l'Actionnaire Majoritaire un nouveau Prêt, associé à ladite Emission, à la même date que la date de règlement de ladite Emission. Le montant, le taux d'intérêt, et les modalités de remboursement et de paiement des intérêts des Prêts sont fonction du montant, du taux d'intérêt ainsi que des modalités de remboursement et de paiement des intérêts de l'Emission après prise en compte, le cas échéant, du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts associé à l'Emission.

En cas de Dénouement Anticipé, le taux d'intérêt et la date de remboursement du prêt restent ceux convenus lors de la mise à disposition du Prêt.

Etant donné que VMG ne perçoit aucune commission spécifique au titre du Contrat-Cadre de Prêts, l'Actionnaire Majoritaire rembourse à VMG (i) lors de chaque mise à disposition d'un Prêt, les Frais Initiaux et (ii) à chaque Date de Paiement les Frais Récurrents que VMG supporte au titre de l'Emission adossée.

3.2.6.2 Conditions préalables

- (1) VMG est en mode de Déroulement Normal.
- (2) Le Prêt s'inscrit dans le cadre du Contrat-Cadre de Prêts en vigueur à la date de mise à disposition, et notamment l'ensemble des conditions de mise à disposition prévues à l'article 6 dudit Contrat-Cadre ont toutes été remplies.
- (3) Le montant du Prêt est égal au Produit de l'Emission.
- (4) La date de mise à disposition du Prêt coïncide avec la date de règlement de l'Emission.
- (5) En mode de Déroulement Normal, l'échéancier en principal du Prêt est identique à l'échéancier en principal de l'Emission et les dates d'exigibilité des intérêts sur le Prêt et sur l'Emission coïncident.

- (6) En mode de Dénouement Anticipé l'échéancier en intérêts et principal du Prêt reste celui convenu à la date de mise à disposition du Prêt.
- (7) Le taux d'intérêt du Prêt est égal au Taux de Rendement de l'Emission, calculé en fonction du montant net perçu par VMG, après prise en compte du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts le cas échéant, majoré de 0,01% par an arrondi au point de base supérieur.

3.2.6.3 Procédure d'octroi du Prêt

- (1) L'Actionnaire Majoritaire peut à tout moment adresser à VMG une demande de Prêt, indiquant les caractéristiques principales du Prêt souhaité.
- (2) VMG est libre d'accepter ou de refuser la demande de Prêt de l'Actionnaire Majoritaire, et en cas d'acceptation, il adresse à l'Actionnaire Majoritaire une offre de Prêt précisant les caractéristiques principales du Prêt proposé incluant notamment un montant et un taux (ou une marge) maximum, ainsi qu'une date de mise à disposition limite ; de même VMG peut spontanément adresser à l'Actionnaire Majoritaire une offre de Prêt.
- (3) En cas d'acceptation par l'Actionnaire Majoritaire, celui-ci adresse à VMG une acceptation le même jour que celui de la réception de l'offre de prêt avant 17 heures, cette acceptation engageant irrévocablement l'Actionnaire Majoritaire sur la base des conditions proposées par VMG.
- (4) Dès la signature du contrat d'Emission servant à refinancer le Prêt, VMG transmet une confirmation de la mise à disposition du Prêt.
- (5) VMG donne instruction à la Banque de Règlement, sous réserve d'avoir encaissé le Produit de l'Emission ayant servi à refinancer le Prêt, de virer à l'Actionnaire Majoritaire le montant du Prêt, net des Frais Initiaux de ladite Emission.

3.2.7 Souscription de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire

3.2.7.1 Cadre Général

VMG a la possibilité d'utiliser l'intégralité du produit d'une Emission pour la souscription de TCN émis par le Crédit Foncier de France, au lieu et place du mécanisme de Prêt consenti au Crédit Foncier de France par VMG visé au paragraphe 3.2.6 Prêt à l'Actionnaire Majoritaire.

VMG souscrit des TCN émis par son Actionnaire Majoritaire, société du groupe auquel VMG appartient. Chaque souscription de TCN est réalisée dans le cadre du Contrat-Cadre de Souscription et est adossée à une Emission ayant servi à le refinancer.

Ainsi, à chaque nouvelle Emission, VMG pourra souscrire de nouveaux TCN, associés à ladite Emission, à la même date que la date de règlement de ladite Emission. Le montant, le taux d'intérêt, et les modalités de remboursement et de paiement des intérêts au titre des TCN sont fonction du montant, du taux d'intérêt ainsi que des modalités de remboursement et de paiement des intérêts de l'Emission.

En cas de Dénouement Anticipé, le taux d'intérêt et la date de remboursement des TCN restent ceux convenus lors de leur émission par l'Actionnaire Majoritaire et de leur souscription par VMG.

L'Actionnaire Majoritaire remboursera à VMG (i) lors de chaque souscription de TCN, les Frais Initiaux et (ii) à chaque Date de Paiement, les Frais Récurrents que VMG supporte au titre de l'Emission adossée.

3.2.7.2 Conditions préalables

- (1) VMG est en mode de Déroulement Normal.
- (2) La souscription des TCN s'inscrit dans le cadre du Contrat-Cadre de Souscription en vigueur à la date d'émission des TCN, et notamment l'ensemble des conditions de souscription prévues à l'article 6 dudit Contrat-Cadre ont toutes été remplies.
- (3) Le montant de la souscription est égal au Produit de l'Emission.
- (4) La date de souscription des TCN coïncide avec la date de règlement de l'Emission.
- (5) En mode de Déroulement Normal, la maturité des TCN est identique à l'échéancier en principal de l'Emission et les dates de paiement des intérêts au titre des TCN et sur l'Emission coïncident.
- (6) En mode de Dénouement Anticipé, le remboursement du principal et paiement les intérêts dus au titre des TCN restent ceux convenus à la date de souscription des TCN.
- (7) Le taux d'intérêt servi au titre des TCN devra être égal au Taux de Rendement de l'Emission, calculé en fonction du montant net perçu par VMG, majoré de 0,01% par an arrondi au point de base supérieur.

3.2.7.3 Procédure de souscription des TCN

- (1) L'Actionnaire Majoritaire peut à tout moment adresser à VMG une offre de souscription, indiquant les caractéristiques principales des TCN qu'il souhaite émettre.
- (2) VMG est libre d'accepter ou de refuser l'offre de souscription de l'Actionnaire Majoritaire, et en cas d'acceptation, il précise à l'Actionnaire Majoritaire les caractéristiques principales des TCN qu'il souhaite acquérir incluant notamment un montant et un taux (ou une marge) maximum, ainsi qu'une option de vente ; de même VMG peut spontanément adresser à l'Actionnaire Majoritaire des conditions de souscription de TCN.
- (3) En cas d'acceptation par l'Actionnaire Majoritaire, VMG versera le prix de l'émission au compte du Crédit Foncier de France à la date de souscription.
- (4) VMG donne instruction à la Banque de Règlement, sous réserve d'avoir encaissé le Produit de l'Emission ayant servi à financer la souscription des TCN, de virer à l'Actionnaire Majoritaire le montant de la souscription, net des Frais Initiaux de ladite Emission.

3.2.8 Opérations de trésorerie de VMG

3.2.8.1 Cadre Général

A chaque Date de Paiement et à chaque Date de Constitution, VMG dispose d'une trésorerie momentanément disponible qu'il peut réinvestir en :

- bons du Trésor libellés en Euros ; ou
- valeurs mobilières de créances libellées en Euros dotées d'une échéance et admises à la négociation sur un marché réglementé ou titres de créances négociables libellés en Euros et dotés d'une échéance, répondant aux critères de notation et de durée ci-dessous :

	S&P
durée > 1 an	AAA
60 jours < durée <= 1 an	A-1+
durée <= 60 jours	A-1

	Fitch
durée > 1 an	AAA
1 mois < durée <= 1 an	AA- / F1+ (*)
durée <= 1 mois	A / F1

(*) VMG pourra placer sa trésorerie auprès du Crédit Foncier de France pour une durée supérieure à un mois si la notation de celui-ci par Fitch n'est pas inférieure à A / F1. Ces placements respecteront les autres contraintes de durée listées ci-dessous. A cet effet, le Crédit Foncier de France a pris l'engagement suivant le 28 août 2008 :

Dans le cadre des Certificats de Dépôts émis ou à émettre, qui ont été ou qui seront souscrits par Vauban Mobilisations Garanties (« VMG »), le Crédit Foncier de France s'engage, à compter de la présente, à rembourser par anticipation lesdits Certificats de Dépôts en cas de dégradation de la note long terme délivrée au CFF par Fitch Ratings en dessous d'un seuil fixé à A ou de dégradation de la note court terme délivrée au CFF par Fitch Ratings en dessous d'un seuil fixé à F1.

Etant entendu que ce remboursement sera effectué par un rachat au pair des titres, augmenté de leurs intérêts courus, et ce, dans un délai maximal de trente (30) jours calendaires suivants la dégradation mentionnée ci-avant.

Cette faculté prendra fin le jour où cet engagement pris par le Crédit Foncier de France prendra lui-même fin.

	Moody's	
	LT	et CT (**)
durée > 6 mois	Aaa	Prime-1
6 mois <= durée > 3 mois	Aa3	Prime-1
3 mois <= durée > 1 mois	A1	Prime-1
durée <= 1 mois	A2	Prime-1

(**) sauf pour les valeurs mobilières de créances d'une durée inférieure ou égale à 1 mois pour lesquelles une seule note est nécessaire

ou

- parts de FCP monétaires ou actions de SICAV monétaires libellés en Euros, notées au moins AAAm par S&P, Aaa et MR1+ par Moody's et AAA/V1 ou F1+ par Fitch, ou
- tout autre placement ultérieurement autorisé par les Agences de Notation.

VMG ne peut effectuer que quatre types de placement :

- placement du montant représentatif de la Provision pour Soultès, du deuxième Jour Ouvré suivant une Date de Calcul à la première Date de Provision suivante ; les Produits Financiers perçus au titre de ce placement servent de référence au calcul de l'Indemnité d'Immobilisation des Gages-Espèces ;
- placement du montant représentatif de la Provision pour Rémunération d'Emissions, du deuxième Jour Ouvré suivant une Date de Calcul à la première Date de Provision suivante ; les Produits Financiers perçus au titre de ce placement servent aussi de référence au calcul de l'Indemnité d'Immobilisation des Gages-Espèces ;
- placement du montant représentatif de la Réserve pour Remboursement d'Emission, de chaque Date de Paiement à la Date de Paiement suivante ; les Produits Financiers perçus au

titre de ce placement servent de référence au calcul de l'Intérêt Variable Adossé des Prêts Participatifs.

Les Valeurs Mobilières de Placement correspondant à ces trois premiers types de placement sont inscrites en compte sur le Compte d'Instruments Financiers.

- enfin, placement des autres disponibilités, de chaque Date de Paiement à la Date de Paiement suivante ; les Produits Financiers perçus au titre de ce placement servent de référence au calcul de l'Intérêt Variable Global des Prêts Participatifs.

A chaque Date de Paiement, le Directoire procède ou fait procéder à une vente suivie d'un achat des Valeurs Mobilières de Placement non dotées d'une échéance (parts d'OPCVM) afin de convertir les plus-values latentes en Produits Financiers.

3.2.8.2 Conditions préalables

- (1) Les Valeurs Mobilières de Placement sont libellées en Euros, figurent dans la liste définie ci-dessus et peuvent être inscrites en compte auprès d'un intermédiaire habilité.
- (2) Les placements de la Provision pour Souttes doivent être liquides à la prochaine Date de Provision.
- (3) Les autres placements doivent être liquides à la prochaine Date de Paiement.
- (4) Les placements de la Réserve pour Remboursement d'Emission, de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Souttes sont inscrits sur le Compte d'Instruments Financiers.

3.2.8.3 Procédure d'acquisition de Valeurs Mobilières de Placement

Les acquisitions de Valeurs Mobilières de Placement sont effectuées par le Gestionnaire de Trésorerie dans le cadre du Contrat de Gestion de Trésorerie.

3.2.9 Rachat et annulation d'une Emission

3.2.9.1 Cadre général

Le Directoire de VMG peut se voir proposer et décider le rachat par VMG de tout ou partie d'une Emission, aux conditions de marché du moment, dans les conditions fixées ci-après. Un tel rachat entraîne de plein droit annulation à due proportion de ladite Emission et est pris en compte dans les calculs des *Règles de Gestion* visées au 3.1.

3.2.9.2 Conditions préalables

Pour accepter le rachat par VMG de tout ou partie d'une Emission, le Directoire de VMG doit vérifier que chacune des conditions préalables ci-après est réalisée :

1. VMG est en mode de Déroulement Normal.
2. L'Actionnaire Majoritaire bénéficie d'une notation long terme au moins égale ou équivalente à BBB- (S&P) ou A3 (ADEF) et BBB (Fitch).

3. Le Directoire de VMG a proposé à l'Actionnaire Majoritaire soit le rachat d'une proportion identique de l'encours des TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire, émis et souscrit en adossement de l'Emission considérée conformément au paragraphe 3.2.7, soit le remboursement anticipé d'une proportion identique de l'encours du Prêt octroyé à l'Actionnaire Majoritaire en adossement de l'émission considérée conformément au paragraphe 3.2.6, le paiement correspondant à ce rachat ou ce remboursement anticipé constituant un préalable au rachat de l'Emission par VMG.
4. Le rachat de l'Emission par VMG et le rachat des TCN ou le remboursement anticipé du Prêt par l'Actionnaire Majoritaire ne violent pas les stipulations des contrats d'émission correspondants ni la réglementation applicable à ladite Emission, aux dits TCN ou au dit Prêt.
5. Le rachat de l'Emission par VMG et des TCN ou le remboursement du Prêt par l'Actionnaire Majoritaire s'effectuent à une Date de Paiement, pour un montant identique équivalent au même pourcentage respectivement du nominal unitaire de l'Emission concernée et du nominal unitaire des TCN ou du Prêt concernés.
6. L'opération se fait à des conditions normales de marché. Ces conditions sont appréciées par référence aux cotations affichées, le jour même de l'opération, par deux établissements intervenant sur l'Emission concernée. A défaut de cotation de l'Emission concernée, ces conditions seront appréciées par interpolation :
 - . sur la base des cotations faites par deux établissements intervenant sur au moins trois Emissions,
 - . en retenant parmi ces Emissions celles dont les échéances sont les plus proches de celle de l'Emission concernée, et
 - . en majorant d'un dixième la marge de référence prise en compte pour l'interpolation, afin de tenir compte de l'impact, sur le prix de marché de l'Emission concernée, de l'absence de cotation.

Le Directoire procède à la consultation d'un tiers pour confirmer que les conditions proposées dans le cas du rachat d'une Emission non cotée sont conformes aux conditions de marché.

3.2.9.3 Procédure de rachat

Sous réserve du respect des conditions préalables susvisées, le rachat par VMG de tout ou partie d'une Emission s'effectue selon la procédure suivante :

1. VMG a reçu une offre de rachat pour tout ou partie d'une Emission, à des conditions normales de marché,
2. VMG demande à l'Actionnaire Majoritaire de racheter une proportion identique des TCN souscrits ou de rembourser une proportion identique du Prêt octroyé en adossement de l'Emission en cause, aux mêmes conditions financières que celles reçues dans l'offre de rachat de l'Emission,
3. L'Actionnaire Majoritaire notifie son accord sur les conditions financières proposées par VMG,
4. L'Actionnaire Majoritaire paye à VMG le montant dû au titre du rachat des TCN concernés ou du remboursement du Prêt concerné, et le cas échéant VMG donne instruction à la Banque de Règlement de livrer lesdits TCN.
5. VMG donne les instructions à la Banque de Règlement pour effectuer le règlement du rachat de l'Emission, et procéder à l'annulation des titres chez le dépositaire central.
6. VMG procède ou fait procéder, le cas échéant, aux éventuelles formalités d'information ou de publication requises par la réglementation du fait de l'opération.

3.3 Ordre de priorité et allocation des flux

L'allocation des flux fait intervenir deux comptes à vue bancaires (le Compte Espèces Général et le Compte Espèces Spécifique) et des comptes analytiques ouverts dans la comptabilité de VMG (les Comptes d'Intérêts Référencés, les Comptes de Principal Référencés et le Compte Général).

A chaque Compartiment de Gestion sont associés un Compte d'Intérêts Référencés et un Compte de Principal Référencé. Les Comptes d'Intérêts Référencés servent à comptabiliser les produits et charges financières et les frais reçus ou payés au titre de chaque Compartiment de Gestion. Les Comptes de Principal Référencés servent à comptabiliser les flux de principal reçus ou payés par VMG sur les actifs et les Emissions de chaque Compartiment de Gestion. Le Compte Général sert à comptabiliser la marge dégagée par VMG ainsi que ses frais généraux. Les flux de trésorerie relatifs à l'ensemble de ces opérations transitent soit par le Compte Espèces Général soit par le Compte Espèces Spécifique.

A chaque Compartiment de Gestion sont également associés un Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée et un Compte de Gages-Espèces : Provision pour Soultes Référencées qui enregistrent les Gages-Espèces constitués au titre des provisions correspondantes.

Pour effectuer l'allocation des flux, tant en Mode Normal qu'en mode de Dénouement Anticipé, le Directoire :

- procède au calcul des montants des Réserves pour Remboursement d'Emission, des Provisions pour Rémunération d'Emission et des Provisions pour Soultes ;
- procède ou fait procéder aux Dates de Paiement et aux Dates de Provision, aux encaissements des Fonds Disponibles soit sur le Compte Espèces Général soit sur le Compte Espèces Spécifique ;
- procède aux affectations comptables des Fonds Disponibles sur les Comptes d'Intérêts Référencés, les Comptes de Principal Référencés et le Compte Général ;
- donne instruction à la Banque de Règlement de procéder au paiement des commissions et frais et aux distributions sur les Emissions étant précisé que lesdits paiements et distributions sont réalisés dans l'ordre de priorité où ils apparaissent aux articles 3.3.1.3 et 3.3.2.3 ci-après et sont réalisés par le débit du Compte Espèces Général ou du Compte Espèces Spécifique et dans la limite des soldes des Comptes d'Intérêts Référencés, des Comptes de Principal Référencés, des Comptes de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée ou des Comptes de Gages-Espèces : Provision pour Soultes Référencées concernés, et du Compte Général ;
- et enfin procède ou fait procéder au placement des nouvelles sommes disponibles après distributions.

3.3.1 Mode de Déroulement Normal

3.3.1.1 Encaissements des Fonds Disponibles

A chaque Date de Paiement :

- le dépositaire des fonds communs de créances ou des fonds communs de titrisation fait virer au crédit du Compte Espèces Spécifique le principal et les intérêts distribués sur les Parts ;
- l'Actionnaire Majoritaire fait virer au crédit du Compte Espèces Général le principal, les intérêts et les frais dus à la Date de Paiement concernée au titre des Prêts.

A chaque Date de Provision et à chaque Date de Paiement, le directoire transfère ou fait transférer au crédit du Compte Espèces Général les Produits Financiers perçus au titre des

Valeurs Mobilières de Placement inscrites sur le Compte Titre Général et au crédit du Compte Espèces Spécifique les Produits Financiers perçus au titre des Valeurs Mobilières de Placement inscrites sur le Compte d'Instruments Financiers.

A chaque Date de Constitution, le Directoire demande au Crédit Foncier de France de transférer au crédit du Compte Espèces Spécifique le montant du Gage-Espèces à constituer à cette date.

A chaque Date de Paiement, le Directoire transfère ou fait transférer du Compte Espèces Spécifique au Compte Espèces Général un montant d'espèces tel que ne subsistent sur le Compte d'Instruments Financiers et sur le Compte Espèces Spécifique que (i) les Parts et (ii) des Valeurs Mobilières de Placement et des Espèces pour un montant cumulé égal à la somme de la Réserve pour Remboursement d'Emission, de la Provision pour Remboursement d'Emission et de la Provision pour Soultes.

Lors de chaque demande d'Avances, le Directoire demande à l'Actionnaire Majoritaire de transférer au crédit du Compte Espèces Général le montant de l'Avance à mettre à disposition à cette date.

3.3.1.2 Affectations

3.3.1.2.1 Affectation des Intérêts

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire affecte au Compte d'Intérêt Référencés :

- les Intérêts Reçus Référencés ;
- les intérêts et commissions reçus sur les Prêts ;
- les Produits Financiers perçus au titre du placement de la Réserve pour Remboursement d'Emission, de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Soultes.

A chaque Date de Paiement, le Directoire affecte au Compte Général les Produits Financiers perçus au titre du placement du solde du Compte Général à la Date de Paiement précédente.

3.3.1.2.2 Affectation du Principal

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire affecte au Compte de Principal Référencé :

- le montant de principal reçu sur les Parts dudit Compartiment de Gestion,
- le montant de principal reçu sur les Prêts dudit Compartiment de Gestion,
- le montant de principal reçu au titre du remboursement des TCN dudit Compartiment de Gestion.

3.3.1.2.3 Affectation des provisions

A chaque Date de Constitution et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire affecte:

- au Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencés le montant du Gage-Espèces correspondant à l'augmentation à cette date de la Provision pour Rémunération d'Emission dudit Compartiment de Gestion,
- au Compte de Gages-Espèces : Provision pour Soultes Référencées le montant du Gage-Espèces correspondant à l'augmentation à cette date de la Provision pour Soultes dudit Compartiment de Gestion.

3.3.1.2.4 Affectation des Avances

Lors de chaque demande d'Avances le Directoire affecte au Compte Courant d'Associé le montant de l'Avance mise à disposition à cette date.

3.3.1.3 Distributions

3.3.1.3.1 Restitution des Gages-Espèces

A chaque Date de Restitution et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser au Crédit Foncier de France au titre de la restitution des Gages-Espèces un montant égal à la diminution de la somme de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Soultes entre les deux Dates de Calcul précédant immédiatement cette Date de Restitution, par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite du solde soit du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée soit du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Soultes Référencées selon la nature de la provision dont le montant a diminué.

3.3.1.3.2 Paiement des Commissions

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de procéder au paiement des Frais Récurrents et des Commissions Référencées dues au Sous-Traitant, par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte d'Intérêts Référencés.

3.3.1.3.3 Intérêts distribués aux Emissions et aux Contreparties

Pour chaque Compartiment de Gestion et à chaque Date de Paiement correspondant à une date de paiement d'intérêts à une (ou des) Emission(s), le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de :

1. échanger avec les Contreparties les intérêts payés et reçus au titre du trimestre considéré pour chacun des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts ;
2. verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant d'intérêts devant revenir aux Emissions à ladite Date de Paiement, augmentés de la rémunération correspondante de l'Agent Payeur ;

par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte d'Intérêts Référencés.

3.3.1.3.4 Principal distribué aux Emissions

Pour chaque Compartiment de Gestion et à chaque Date de Paiement correspondant à une date de paiement de principal à une (ou des) Emission(s), le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de :

- verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de Principal Dû à l'(aux) Emission(s) à ladite Date de Paiement par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte de Principal Référencé ;
- verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de sa rémunération correspondante par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte d'Intérêts Référencés.

3.3.1.3.5 Intérêt Fixe et Intérêt Variable Adossé des Prêts Participatifs

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser à l'Actionnaire Majoritaire, l'Intérêt Fixe et l'Intérêt Variable Adossé des Prêts Participatifs par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte d'Intérêts Référencés.

3.3.1.3.6 Remboursement des Prêts Participatifs

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser à l'Actionnaire Majoritaire au titre de l'amortissement des Prêts Participatifs un montant de principal égal à la différence si elle est positive entre (i) la somme de l'Encours des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission à la précédente Date de Paiement et (ii) la somme de l'Encours des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission à la Date de Paiement considérée, par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte de Principal Référencé.

3.3.1.3.7 Indemnité d'Immobilisation

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser au Crédit Foncier de France l'Indemnité

d'Immobilisation par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte d'Intérêts Référencés.

3.3.1.3.8 Remboursement des Avances

A chaque Date de Paiement le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de rembourser à l'Actionnaire Majoritaire l'encours des Avances par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.1.3.9 Intérêt Variable Global

A chaque Date de Paiement suivant immédiatement la date d'approbation des comptes annuels de VMG, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser à l'Actionnaire Majoritaire l'Intérêt Variable Global au titre des Prêts Participatifs par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.1.4 Placement des sommes disponibles

A chaque Date de Paiement le Directoire procède ou fait procéder séparément au remplacement du solde du Compte Espèces Spécifique sur le Compte d'Instruments Financiers et du solde du Compte Espèces Général sur le Compte Titre Général.

A chaque Date de Constitution et à chaque Date de Provision, y compris aux Dates de Provision correspondant à des Dates de Paiement, le Directoire procède ou fait procéder au remplacement des sommes correspondant aux soldes des Comptes de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée et des Comptes de Gages Espèces : Provision pour Souttes Référencées sur le Compte d'Instruments Financiers par le débit du Compte Espèces Spécifique.

3.3.2 Mode de Dénouement Anticipé

3.3.2.1 Encaissements des Fonds Disponibles

A chaque Date de Paiement :

- le dépositaire des fonds communs de créances ou des fonds communs de titrisation fait virer au crédit du Compte Espèces Spécifique le principal et les intérêts distribués sur les Parts ;
- l'Actionnaire Majoritaire fait virer au crédit du Compte Espèces Général le principal, les intérêts et les frais dus à la Date de Paiement concernée au titre des Prêts.

A chaque Date de Provision et à chaque Date de Paiement, le directoire transfère ou fait transférer au crédit du Compte Espèces Général les Produits Financiers perçus au titre des Valeurs Mobilières de Placement inscrites tant sur le Compte Titre Général que sur le Compte d'Instruments Financiers.

Lors de chaque demande d'Avances le Directoire demande à l'Actionnaire Majoritaire de transférer au crédit du Compte Espèces Général le montant de l'Avance à mettre à disposition à cette date.

3.3.2.2 Affectations

3.3.2.2.1 Affectation des Intérêts

A chaque Date de Paiement suivant le passage en Dénouement Anticipé, le Directoire affecte au Compte Général les Produits Financiers perçus au titre des Valeurs Mobilières de Placement inscrites tant sur le Compte Titre Général que sur le Compte d'Instruments Financiers.

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion, le Directoire affecte au Compte d'Intérêt Référencés les Intérêts Reçus Référencés.

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion, le Directoire affecte au Compte Général les intérêts et commissions reçus sur les Prêts ou le cas échéant au titre des TCN.

3.3.2.2.2 Affectation du Principal

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire affecte :

- au Compte de Principal Référencé le montant de principal reçu sur les Parts dudit Compartiment de Gestion dans la limite du Principal Restant Dû sur les Emissions,
- au Compte Général le montant du solde du principal perçu sur les Parts et le montant de principal reçu sur les Prêts dudit Compartiment de Gestion.

3.3.2.2.3 Affectation des Avances

Lors de chaque demande d'Avances le Directoire affecte au Compte Courant d'Associé le montant de l'Avance mise à disposition à cette date.

3.3.2.3 Distributions

3.3.2.3.1 Soultes d'Indemnisation

Pour chaque Compartiment de Gestion et à la première Date de Provision suivant le passage en mode de Dénouement Anticipé le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement :

- de verser à l'Agent Payeur la Soulte d'Indemnisation au titre de chaque Emission,
- de verser à chaque Contrepartie la Soulte d'Indemnisation devant revenir à cette Contrepartie au titre des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts, par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite du solde du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Soultes Référencées ;
- de verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de sa rémunération correspondante par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.2.3.2 Paiement des Commissions

A chaque Date de Paiement et pour chaque Compartiment de Gestion le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de procéder au paiement des Frais Récurrents et des Commissions Référencées dues au Sous-Traitant, par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite de la somme du solde du Compte d'Intérêts Référencés et du solde du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée puis en cas d'insuffisance par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.2.3.3 Intérêts distribués aux Emissions et aux Contreparties

Pour chaque Compartiment de Gestion et à chaque Date de Paiement le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement :

- d'échanger avec les Contreparties les intérêts payés et reçus au titre du trimestre considéré pour chacun des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts,
- de verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant d'intérêts devant revenir aux Emissions à ladite Date de Paiement, augmentés de la rémunération correspondante de l'Agent Payeur,

par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite de la somme du solde du Compte d'Intérêts Référencés et du solde du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée puis en cas d'insuffisance par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.2.3.4 Principal distribué aux Emissions

Pour chaque Compartiment de Gestion et à la première Date de Paiement suivant le passage en mode de Dénouement Anticipé, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de :

- verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de la Réserve pour Remboursement d'Emission au titre du remboursement séquentiel des Emissions dans l'ordre de leur Durée de Vie Résiduelle par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite du solde du Compte de Principal Référencé,
- verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de sa rémunération correspondante par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite de la somme du solde du Compte d'Intérêts Référencés et du solde du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée puis en cas d'insuffisance par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

Pour chaque Compartiment de Gestion et à chaque Date de Paiement, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de :

- verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de principal reçu sur les Parts au titre du remboursement séquentiel des Emissions dans l'ordre de leur Durée de Vie Résiduelle par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite du solde du Compte de Principal Référencé,
- verser à l'Agent Payeur une somme égale au montant de sa rémunération correspondante par le débit du Compte Espèces Spécifique et dans la limite de la somme du solde du Compte d'Intérêts Référencés et du solde du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée puis en cas d'insuffisance par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.2.3.5 Solde des Comptes d'Intérêts Référencés

Pour chaque Compartiment de Gestion et à chaque Date de Paiement et à compter du complet remboursement des Emissions du Compartiment de Gestion concerné, le Directoire transfère la somme du solde du Compte d'Intérêts Référencés et du solde du Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée sur le Compte Général et procède ou fait procéder à un virement d'espèces du même montant du Compte Espèces Spécifique vers le Compte Espèces Général.

3.3.2.3.6 Rémunération des Prêts Participatifs et des Gages-Espèces

A chaque Date de Paiement à compter du complet remboursement de toutes les Emissions, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser à l'Actionnaire Majoritaire la somme des trois montants qui lui sont dus au titre de l'Intérêt Fixe et l'Intérêt Variable Adossé des Prêts Participatifs et de l'Indemnité d'Immobilisation des Gages-Espèces, par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général. En cas d'insuffisance le paiement sera réparti au prorata des trois montants dus.

3.3.2.3.7 Remboursement des Prêts Participatifs et des Gages-Espèces

A chaque Date de Paiement à compter du complet remboursement de toutes les Emissions, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser à l'Actionnaire Majoritaire la somme des deux montants qui lui sont dus au titre du remboursement des Prêts Participatifs et des Gages-Espèces, par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général. En cas d'insuffisance le paiement sera réparti au prorata des deux montants dus.

3.3.2.3.8 Remboursement des Avances

A chaque Date de Paiement à compter du complet remboursement des Prêts Participatifs et des Gages-Espèces, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de rembourser à l'Actionnaire Majoritaire l'encours des Avances par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.2.3.9 Intérêt Variable Global

A chaque Date de Paiement à compter du complet remboursement des Avances, le Directoire donne instruction à la Banque de Règlement de verser à l'Actionnaire Majoritaire l'Intérêt Variable Global au titre des Prêts Participatifs, par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général.

3.3.2.4 Placement des sommes disponibles

A chaque Date de Paiement, le Directoire procède ou fait procéder séparément au remplacement du solde du Compte Espèces Spécifique sur le Compte d'Instruments Financiers et du solde du Compte Espèces Général sur le Compte Titre Général.

3.4 Sous-traitance de la gestion

VMG a contracté auprès du Sous-Traitant une convention de sous-traitance portant sur l'exécution, après instruction du Directoire, des différents Actes de Gestion nécessaires à la réalisation de son objet social.

Le Sous-Traitant s'est engagé à accomplir au nom et pour le compte de VMG, dans les conditions et selon les modalités définies dans le Contrat de Sous-Traitance et en conformité avec le présent Règlement Intérieur, les actes juridiques et matériels nécessaires à l'exécution par VMG de ses obligations.

Le Sous-Traitant assurera le service de la comptabilité, celui du secrétariat juridique et enfin celui de la gestion administrative des opérations décidées et rend compte de sa mission mensuellement.

Le Sous-Traitant prend à sa charge l'intégralité des frais courants liés à l'exécution des tâches qui lui sont confiées et qui sont couverts de manière forfaitaire par la Commission versée au Sous-Traitant.

Le Sous-Traitant règle pour le compte de VMG tous les Besoins Exceptionnels (autres que les frais courants) en priorité par le débit du Compte Espèces Général et dans la limite du solde du Compte Général puis en cas d'insuffisance à partir d'Avances fournies par l'Actionnaire Majoritaire.

3.4.1 Avances

3.4.1.1 Cadre général

VMG peut à tout moment bénéficier d'Avances auprès de son Actionnaire Majoritaire dans le cadre de la Convention-Cadre d'Avances en Compte Courant, dont l'objet est le financement des Besoins Exceptionnels de VMG.

Le remboursement de ces Avances s'effectuera sur une base trimestrielle à chaque Date de Paiement dans la limite du solde du Compte Général.

Du fait de son intérêt global à l'opération et de sa perception de l'Intérêt Variable Global au titre de la Convention-Cadre de Prêts Participatifs, l'Actionnaire Majoritaire ne recevra aucune rémunération au titre de ces Avances.

3.4.1.2 Condition préalable

1. Les Avances doivent s'inscrire dans le cadre de la Convention-Cadre d'Avances en Compte Courant en vigueur à la date de mise à disposition, et notamment l'ensemble des conditions de mise en œuvre prévues à l'article 6 de ladite Convention-Cadre ont toutes été remplies.
2. Les Besoins Exceptionnels ne sont pas à la charge du Sous-Traitant et ne peuvent pas être payés en totalité ou en partie à partir du Compte Espèces Général.

3.4.1.3 Procédure de demande d'Avances

Les étapes de la demande d'Avances sont les suivantes :

1. Le Sous-Traitant notifie sa demande à l'Actionnaire Majoritaire au plus tard 2 Jours Ouvrés avant la date de mise à disposition.
2. A la date de réception de la demande d'avance, l'Actionnaire Majoritaire adresse au Sous-Traitant un avis de mise à disposition et fait virer le montant de l'avance demandée au crédit du Compte Espèces Général à la date de mise à disposition.

4. Relations entre les deux Organes de Direction et de Contrôle

Les relations entre les deux organes de direction et de contrôle de VMG vont suivre un rythme principalement trimestriel au cours d'une année civile. Toutefois, si l'intérêt de la Société l'exige, le conseil de surveillance peut se réunir aussi souvent que de besoin, conformément aux dispositions de l'article 25 des statuts.

Le directoire établit, conformément à l'article L.225-68 alinéa 4 du Code de commerce, un Rapport Trimestriel de Gestion sur l'activité de VMG dans lequel sont détaillées dans une première partie, les opérations réalisées pendant le trimestre qui vient de s'écouler et, dans une seconde les opérations proposées pour le trimestre à venir.

En quelque Mode de Gestion que l'on soit : Déroulement Normal ou Dénouement Anticipé, le Directoire établit un Rapport Trimestriel de Gestion. Le contrôle du Conseil de surveillance est identique quelque soit le Mode de Gestion toutefois le contenu de ce Rapport varie en fonction des actes autorisés dans le Déroulement Normal ou dans le Dénouement Anticipé.

4.1 Déroulement en Mode Normal

Les membres du conseil de surveillance vont être amenés à l'occasion de leur réunion trimestrielle à contrôler que :

- le Directoire est intervenu au cours du trimestre dernier dans le cadre des Actes de Gestion ;
- le Directoire a bien respecté les Règles de Gestion ;
- les opérations dudit trimestre sont parfaitement reflétées dans la comptabilité de VMG.

En cas de constatation par le Conseil de surveillance au titre du trimestre écoulé d'un Cas de Dénouement Anticipé, le Conseil de surveillance demandera au Directoire de prononcer le Dénouement Anticipé. En cas de désaccord persistant entre les deux organes sur ce point, le conflit sera porté à la connaissance de l'Assemblée des Actionnaires à l'initiative du Directoire qui convoquera l'Assemblée Générale Ordinaire dans les meilleurs délais.

Les membres du Conseil de Surveillance seront amenés sur la base du Rapport Trimestriel de Gestion (Annexe 5) d'une part, à valider les opérations réalisées au cours du trimestre passé, et d'autre part à approuver préalablement les opérations envisagées pour le trimestre à venir.

4.1.1 les opérations réalisées au cours du trimestre passé :

- validation d'une émission réalisée au regard de sa conformité avec les caractéristiques données lors de son approbation préalable (Fiche Technique d'Emission : Obligataire ; TCN ; Emprunt bancaire et tout Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts y afférent) ;
- validation de l'acquisition des Parts au regard de sa conformité avec le Dossier de Crédit tel que soumis au Conseil de Surveillance ;
- validation de l'Emprunt Participatif souscrit auprès de l'actionnaire majoritaire dans les conditions telles que présentées lors de la précédente réunion du Conseil de Surveillance ;
- validation du réemploi du produit de l'Emission et des conditions de celui-ci au regard des caractéristiques définies lors de la réunion du Conseil de surveillance qui l'a validé préalablement ;
- contrôle des paiements effectués à la dernière Date de Paiement ;

- vérification de l'absence de problèmes lors de la précédente Date de Paiement ;
- contrôle des replacements de trésorerie au titre du trimestre passé ;
- contrôle la constitution des réserves et des provisions : Provision pour Soultès nécessaires dans le cadre des Emissions et des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts, à savoir :
 1. à chaque Date de Calcul, le Directoire évalue le montant de la Provision pour Rémunération d'Emissions et, le cas échéant, envoie un avis de demande de mise à disposition de Gage-Espèces au Crédit Foncier de France ;
 2. à chaque Date de Calcul, le Directoire évalue le montant de la Provision pour Soultès et, le cas échéant, envoie un avis de demande de mise à disposition de Gage-Espèces au Crédit Foncier de France ;
 3. à chaque Date de Provision, VMG vérifie à la lecture du relevé de compte que le nouveau solde du Compte Espèces Spécifique de VMG a bien enregistré les nouvelles mises à disposition de Gages Espèces ;
 4. à la Date de Réunion Mensuelle suivant immédiatement ladite Date de Provision et pour chaque Compartiment de Gestion, le Directoire informe le Conseil de Surveillance,
 - du nouveau solde du Compte d'Instruments Financiers et du Compte Espèces Spécifique,
 - du nouveau montant de la Provision pour Soultès,
 - du nouveau montant de la Provision pour Rémunération d'Emission ;
- validation des sommes à restituer à l'Actionnaire Majoritaire au titre des mainlevées partielles ou totales des gages-espèces ;
- validation des sommes prélevées dans le Compte Espèces Spécifique ;

4.1.2 les projets pour le trimestre à venir :

- autorisations d'acquisition de Parts ;
- autorisation donnée au Directoire pour intégrer ces nouveaux actifs dans le Compte d'Instruments Financiers de VMG au profit des Investisseurs ;
- approbation préalable d'une Emission dont les caractéristiques sont définies dans la Fiche technique provisoire d'Emission (Obligataire ; Programme de TCN ; Emprunt Bancaire) ;
- simulation préalable des réajustements de provisions et des réserves en cas de nouvelles acquisitions de Parts ou de nouvelles Emissions ;
- vérification et autorisation préalable des paiements à effectuer à la prochaine date de paiement ;
- approbation préalable des montants à extraire du Compte Espèces Spécifique.

4.2 Déroutement en cas de Dénouement Anticipé

Le Dénouement Anticipé déclenché a pour effet de rendre exigibles les sommes dues au titre des Emissions, dans la limite des sommes disponibles à chaque Date de Paiement, et de suspendre tous remboursements au titre des Prêts Participatifs, des Avances en compte courant et des gages-espèces. En conséquence, les Actes de Gestion du Directoire se limitent aux seuls actes liés au remboursement des Investisseurs. Le Conseil de surveillance est amené dans ce contexte particulier à un contrôle plus réduit des activités de VMG car le Directoire lui-même a vu ses prérogatives réduites.

Le Rapport de Gestion sera également scindé en deux parties, l'une portant sur les opérations réalisées au cours du trimestre précédent l'autre sur les prévisions de remboursement dans le trimestre à venir.

4.2.1 Les opérations au titre du trimestre passé :

Le Conseil de Surveillance doit vérifier l'origine des sommes donnant lieu à paiement et leur affectation au regard de l'ordre des paiements défini dans cette situation précise.

- validation de l'affectation des flux en provenance des Parts à destination des Investisseurs ;
- vérification des paiements conformément à l'ordre de priorité défini en Cas de Dénouement Anticipé, ceci jusqu'au complet remboursement des Investisseurs ;
- validation des paiements effectués par le Directoire à la première Date de restitution qui a suivi le Dénouement Anticipé: et en particulier, le paiement aux Investisseurs des Souttes d'Indemnisation sur les Emissions en cours ;
- vérification des paiements de Principal et d'Intérêts, y compris les Majorations, au titre des Emissions à partir du Compte Espèces Spécifique ;
- après complet remboursement des Investisseurs, vérification du nouvel ordre des paiements des créanciers.

4.2.2 les prévisions pour le trimestre à venir :

- Néant.

ANNEXE 1- Fiche Technique des Parts

Caractéristiques générales			
Fonds commun de créances ou fonds commun de titrisation			
Date de Constitution du fonds			
Notation			
Montant nominal global			
Etablissement cédant			
Société de Gestion			
Dépositaire			
Banque de Règlement			
Conception / Mise en œuvre			
Les Créances			
Origine			
Type			
Nombre			
Montant nominal			
Taux nets annuels			
Durée de vie résiduelle			
Echéances			
Date ultime d'amortissement			
Les Parts		Parts P...	Parts S
Notation			
Placement			
Nombre de parts			
Montant nominal			
Montant global			
Dates de Paiements			
Périodicité d'intérêts			
Date de remboursement prévue			
Date ultime de remboursement			
Taux d'intérêt nominal			
Prix d'acquisition			
Couverture des parts P			
L'acquisition proposée			
Type de Parts			
Montant de l'Emission			
Produit de l'Emission			
Echéancier Théorique	Date de Paiement	Principal	Intérêts
Echéancier Moyen	Date de Paiement	Principal	Intérêts
Hypothèse Moyenne initiale			
Taux de Remboursement Anticipé Mensuel			
Taux de Défaillance Mensuel			
Observations			

ANNEXE 2 - Fiche Technique des Titres de Placement

O.P.C.V.M.

Nom de l'O.P.C.V.M. :
Forme juridique :
Classification COB :
Notation :
Etablissement dépositaire :
Société de gestion :
Périodicité de valeur liquidative : obligatoirement journalière
Fourchette de sensibilité :
Livraison Euroclear France : obligatoire à la banque de règlement

BONS DU TRESOR FRANÇAIS

Type de Bons du Trésor : (BTF ou BTAN)
Date d'émission :
Date d'échéance :
Taux facial :
Type de rémunération :
(précomptée/annuelle)
Livraison Euroclear France : obligatoire à la banque de règlement

TITRES DE CREANCES NEGOCIABLES

Type d'instrument : (BISF-CDN-BT-BMTN)
Emetteur :
Notation :
Date d'émission :
Date d'échéance :
Taux facial :
Type de rémunération :
Livraison Euroclear France : obligatoire à la banque de règlement

DEPOTS A TERME

Etablissement dépositaire :
Notation :
Date d'émission :
Date d'échéance :
Taux facial :
Type de rémunération :

ANNEXE 3 - Fiche Technique d'Emission

Caractéristiques de l'émission

Code ISIN	:	Forme juridique
:	:	(obligation - BT - BMTN)
Montant total de l'émission	:	
Nominal d'un titre	:	
Nombre de titres	:	
Prix d'émission	:	
Date de jouissance	:	
Date de règlement	:	
Date de terme	:	
Durée de vie	:	
Vie moyenne à l'émission	:	
Taux nominal en %	:	(si taux fixe)
Type d'indexation	:	(si taux variable ou révisable)
Marge sur l'index	:	(si taux variable ou révisable)
Taux minimum	:	(si taux variable ou révisable)
Taux maximum	:	(si taux variable ou révisable)
Taux 1 ^{er} coupon	:	(si taux variable ou révisable)
Nombre de coupons/an	:	
Date de 1 ^{er} coupon	:	
Type d'amortissement	:	
Date de 1 ^{er} remboursement	:	
Prix de remboursement	:	
Taux additionnel d'indemnisation	:	(si taux fixe)
Marge additionnelle d'indemn.	:	(si taux variable ou révisable)
<hr/>		
Taux de rendement ou marge investisseur	:	
Taux de rendement ou marge émetteur	:	(all in cost)
Index de référence	:	

Chef de file - syndicat de placement - service financier

Chef de file de l'émission	:
Syndicat d'émission	:
Commission de direction	:
Commission de garantie	:
Commission de placement	:
Commission de service financier	:

Tableau d'amortissement

Date	Montant du coupon	Montant remboursé

ANNEXE 4 - Dossier de Crédit

VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	VISA DU PRESIDENT DU DIRECTOIRE
DOSSIER : <i><nom du fonds></i>	
RESPONSABLE DU DOSSIER : <i><nom du responsable></i>	DATE : <i><date></i>

AFFAIRE SOUMISE

Objet / Description de l'opération :

Emprunteur :

Engagement requis :

Maturité :

Conditions financières :

Garanties :

ANNEXES *<fiche technique>, <règlement du fonds>*

DIFFUSION *<membres du conseil de surveillance>*

ANNEXE 5 - Rapport Trimestriel de Gestion

L'objet de cette annexe est de décrire les principales rubriques figurant dans le Rapport Trimestriel de Gestion.

Mode de Déroulement [Normal / Anticipé]

I - Rapport sur le trimestre écoulé

- 1 - Souscription de Parts
- 2 - Prêts Participatifs
- 3 - Emissions
- 4 - Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts
- 5 - Gages Espèces (Provisions pour Rémunération d'Emission / Provisions pour Souttes)
- 6 - Prêt à l'Actionnaire Majoritaire
- 7 - Souscription de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire
- 8 - Opérations de Trésorerie (mouvements / soldes sur comptes titres et espèces)
- 9 - Avances en Compte Courant
- 10 - Rapport de Gestion
 - Flux
(Encaissements - Allocations - Paiements)
 - Sous-Traitant
 - Mandataire
 - Gestionnaire de trésorerie
 - Banque de Règlement
- 11 - Règles de Gestion
- 12 - Autres
(indiquer tout événement susceptible de mettre VMG en défaut au regard du Règlement Intérieur)

II - Rapport sur le trimestre à venir
(Autorisations à donner)

- 1 - Souscription de Parts
- 2 - Prêts Participatifs
- 3 - Emissions
- 4 - Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts
- 5 - Gages Espèces
- 6 - Prêt à l'Actionnaire Majoritaire
- 7 - Souscription de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire
- 8 - Opérations de Trésorerie
- 9 - Avances en Compte Courant

III - Secrétariat Juridique

ANNEXE 6- Dossier Statistique

DOSSIER STATISTIQUE TRIMESTRIEL

Société de Gestion :
Nom et signature du responsable :
Dénomination du FCC / FCT : < nom du fonds >
Date d'Information :
Prochaine Date de Paiement :
Période de Référence :

Informations sur les Créances en Date de Paiement

CRD des Créances Vivantes
CRD des Créances saines (non litigieuses, non contentieuses)
Amortissement Théorique des Créances
Remboursements Anticipés
CRD des Créances devenues Contentieuses dans la Période de Référence
CRD des Créances dont la cession a été résolue (sans substitution)
CRD des Créances Vivantes / CRD Initial
Taux d'Intérêt moyen des Créances Vivantes

Hypothèse Moyenne

Rappel du taux de remboursement anticipé initial
Rappel du taux de défaillance initial
Taux de remboursement anticipé du trimestre
Taux de Remboursement Anticipé Trimestriel moyen
Taux de défaillance du trimestre
Taux de Défaillance Trimestriel moyen

Informations sur les Parts en Date de Paiement

Principal payé aux Parts Prioritaires
Intérêts payés aux Parts Prioritaires
CRD des Parts Prioritaires (après paiement du Principal)
Principal payé aux Parts Subordonnés
Intérêts payés aux Parts Prioritaires
CRD des Parts Prioritaires (après paiement du Principal)

Autres Informations

Solde du Compte du Fonds en Date de Paiement

Ratio d'Impayés
Ratio de Pertes Nettes

Modifications des procédures de recouvrement du mandataire de recouvrement
(si oui préciser)

Modifications des documents contractuels
(si oui préciser)

Remplacement d'un ou plusieurs intervenants
(si oui préciser)

Manquement de l'un des intervenants à ses obligations légales ou contractuelles
(si oui préciser)

Autres événements susceptibles de porter atteinte au bon fonctionnement du Fonds
(si oui préciser)

Echéancier Théorique

Date de Paiement	Principal	Intérêts
------------------	-----------	----------

Echéancier Simulé

Date de Paiement	Principal	Intérêts
------------------	-----------	----------

ANNEXE 7- Liste des Index de calcul des taux d'intérêts autorisés

Index	Méthode de calcul
Taux fixe	L'une ou l'autre des deux méthodes de calcul des intérêts : <ul style="list-style-type: none">➤ $NJE / 365$ ou 366 : Nombre de Jours Exacts (NJE) de la période divisé par 365 ou 366➤ $30 / 360$: Chaque mois comporte 30 jours divisés par 360 Pour un mois : prendre le taux annuel et le diviser par 12 ; pour un trimestre prendre le taux annuel et le diviser par 4
EURIBOR 3 Mois	➤ $NJE / 360$: Nombre de Jours Exacts (NJE) de la période divisé par 360

ANNEXE 8 - Principe de calcul de la Soulte d'Indemnisation d'une Emission

Objet

L'objet de cette annexe est de décrire la méthodologie de calcul de la Soulte d'Indemnisation d'Emission. Cette soulte est versée aux porteurs de titres émis par VMG pour les indemniser du changement du plan d'amortissement.

Par construction les calculs seront effectués à des dates de coupons et les prix sont donc calculés hors coupons courus. Dans le cas où le calcul est effectué en dehors de ces dates il faut alors ajouter le coupon couru.

On désignera ici par taux de référence les taux obtenus à partir des emprunts d'état dont les maturités sont les plus proches (BTAN, OAT) directement à partir d'un emprunt ou par interpolation linéaire à partir de ces taux. Ces taux seront obtenus à partir des premiers cours d'ouvertures du jour de calcul.

Les actualisations seront effectuées selon la méthode arrêtée par le Comité de Normalisation Obligataire (CNO).

I - PRINCIPE GENERAL

Le principe général du calcul est basé sur les trois étapes suivantes :

1. Pour chaque émission (E) : calculer la valeur du titre (**VE**) en actualisant à la date de calcul les flux futurs de ce titre. L'actualisation est effectuée selon la méthode arrêtée par le Comité de Normalisation Obligataire. La valeur du titre (VE) est calculée de telle sorte que le taux de rendement actuariel du titre (TE) soit égal au taux de rendement actuariel (TRE), calculé à partir des taux de référence, augmenté d'une marge (ME).
2. A l'émission considérée (E) est associé l'Echéancier Moyen (correspondant au mode de dénouement anticipé). Calculer alors à partir de cet échéancier la valeur de ces flux futurs ou valeur de dénouement (**VD**) de telle sorte que le rendement actuariel de cet échéancier (TD) soit égal au rendement actuariel (TRD) calculé à partir des taux de référence augmenté d'une marge (MD).
3. La différence, si elle est positive, entre VE et VD est égale à la Soulte d'Indemnisation de l'émission considérée (E).

II - CALCULS

1 - Calcul de VE

1. Déterminer la vie moyenne résiduelle de l'émission E à la date de calcul (VME).
2. A partir de cette vie moyenne, déterminer à partir des taux de référence le taux de rendement actuariel de référence pour cette émission (TRE). Si VME ne correspond pas exactement à une vie moyenne d'un emprunt d'état il faut alors extrapoler. L'interpolation est une interpolation linéaire à partir des deux taux les plus proches encadrant VME. On détermine ainsi TRE.
3. Ajouter à TRE la marge ME.
4. Actualiser les flux futurs de l'émission E en utilisant comme taux d'actualisation (TRE + ME) selon la méthode du CNO.
5. L'actualisation permet de déterminer **VE** soit le prix du titre correspondant à cette émission E.

2 - Calcul de VD

1. Déterminer la vie moyenne résiduelle de déboucement de l'émission E à la date de calcul (VMD) à partir de l'échéancier de déboucement.
2. A partir de cette vie moyenne, calculer à partir des taux de référence le taux de rendement actuariel de référence pour cette émission (TRE). Si VMD ne correspond pas à une vie moyenne d'un emprunt d'état il faut alors extrapoler. L'interpolation est une interpolation linéaire à partir des deux taux les plus proches encadrant VMD. On détermine ainsi TRD.
3. Ajouter à TRD la marge MD.
4. Actualiser les flux futurs de l'échéancier de déboucement en utilisant comme taux d'actualisation (TRD + MD) selon la méthode du CNO.
5. L'actualisation permet de déterminer **VD** soit le prix du titre correspondant à l'échéancier de déboucement de cette émission E.

3 - Calcul de la Soulte d'indemnisation

La soulte est égale à la différence si elle est positive entre VE et VD.

4 - Marges

Les deux marges ME et MD seront définies Emission par Emission. Il faudra alors prendre le taux indiqué dans le prospectus d'émission.

5 - Vie Moyenne

Le calcul de la vie moyenne d'un échéancier est obtenu de la manière suivante :

Multiplier chaque flux de principal reçu par la maturité de ce flux

Faire la somme de tous les produits ainsi obtenus

Diviser ensuite la somme des produits par la somme des principaux reçus.

Vie Moyenne = [somme (flux de principal P_i * M_i , maturité du flux P_i)] / somme des principaux reçus (P_i)

Où P_i = flux de principal reçu à la date i ayant la maturité M_i exprimée en mois (et décimales)

ANNEXE 9 - Définitions

Aux fins du présent Règlement Intérieur, les expressions ci-après ont la signification suivante:

Actes de Gestion	désigne les opérations de gestion autorisées pouvant être effectuées par le Directoire, à savoir : <ul style="list-style-type: none">- opérations d'investissement dans des Parts ;- opérations d'investissement en Valeurs Mobilières de Placement ;- opérations de financement par Prêts Participatifs ;- opérations de financement par Avances ;- opérations de financement par Emission ;- opérations de garantie par constitution de Gages-Espèces ;- opérations de trésorerie consistant en un Prêt à l'Actionnaire Majoritaire ;- opérations de souscription de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire ;- opérations de couverture sous la forme de Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts.
Acte de Nantissement du Compte d'Instruments Financiers	désigne l'acte de nantissement du Compte d'Instruments Financiers en date du 26 septembre 1997 conclu entre VMG et le Crédit Agricole Investor Services Corporate Trust, en sa qualité d'agent des sûretés, aux termes duquel VMG accepte le nantissement d'un compte d'instruments financiers en garantie du paiement à bonne date de toutes les sommes dues au titre des Emissions ou des Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts.
Actionnaire Majoritaire	désigne le Crédit Foncier de France.
Agences de Notation	désigne <ul style="list-style-type: none">- STANDARD AND POOR'S RATING SERVICES, (ci-après dénommée S&P) une entité du groupe MC GRAW-HILL COMPANIES INC, et- FITCH FRANCE S.A., (ci-après dénommée Fitch)- MOODY'S France SA, (ci-après dénommée Moody's)- ou toute autre entité à laquelle l'activité de notation du risque crédit serait transférée par voie de fusion ou tout autre type d'opération assimilée.
Agent Payeur	désigne, pour une Emission prenant la forme d'une obligation, la personne assurant le service financier de cette Emission.
Année Opérationnelle	désigne la période débutant le 1er juillet de chaque année et se terminant le 30 juin de l'année suivante ; par exception, la première Année Opérationnelle débutera le 27 août 1997 et se terminera le 30 juin 1998.
Avances	désigne les avances en compte courant octroyées par l'Actionnaire Majoritaire à VMG dans le cadre de la Convention-Cadre d'Avances en Compte-Courant.
Banque de Règlement	désigne l'établissement de crédit dans les livres duquel sont ouverts les Comptes de VMG ; initialement, la

Banque de Règlement est la Caisse Centrale de Réescompte. La Banque de Règlement devra bénéficier de la notation court terme A-1+ (S&P) ou A-1 (S&P) si le montant des Engagements (ci-après définis) sur la Banque de Règlement ne dépasse pas 20 % de l'encours des Emissions, Prime-1 (Moody's) et F1 (Fitch) (ou à un niveau jugé équivalent par Fitch). Dans l'éventualité où la notation court terme de la Banque de Règlement serait abaissée en deçà des seuils fixés ci-dessus, le Directoire devra alors procéder à un changement de Banque de Règlement dans un délai de 30 jours.

Pour les besoins de cette définition, les Engagements comprennent :

- le montant des règlements effectués aux Dates de Provision ou aux Dates de Paiement, et
- le montant des titres émis ou garantis par la Banque de Règlement à raison des opérations de trésorerie visées au paragraphe 3.2.8.

Besoins Exceptionnels

Désigne tous les frais de VMG qui ne sont pas exposés au titre de la gestion courante.

Cas de Dénouement Anticipé

Désigne la survenance de l'un des événements suivants :

- le non respect des dispositions du Règlement Intérieur.
- la non remise par le Crédit Foncier de France à VMG de certificats de non-cessation des paiements.
- le non respect par le Crédit Foncier de France des ses obligations vis-à-vis de VMG au titre des Documents Contractuels.
- le non respect par le Crédit Foncier de France de ses obligations vis-à-vis des Investisseurs ou des Contreparties au titre de la lettre de Confort.
- la résiliation ou le non-renouvellement un mois avant son échéance d'un des Documents Contractuels.

Commissions

Désigne le montant des Commissions dues par VMG au Sous-Traitant ; les Commissions sont dues trimestriellement à chaque Date de Paiement, et sont égales à un quart du produit de 0,03 % et de la somme à la précédente Date de Paiement du Principal Restant Du des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission dans la limite d'un montant annuel maximum de 304.898,03 Euros.

Commissions Référencées

Désigne, pour chaque Compartiment de Gestion, la partie de Commissions affectée à ce Compartiment de Gestion; ce montant est égal à chaque Date de Paiement à un quart du produit de 0,03 % et de la somme à la précédente Date de Paiement du Principal Restant Du des Parts et de la Réserve pour Remboursement d'Emission de ce Compartiment de Gestion, dans la limite d'un montant annuel maximum de 304.898,03 Euros.

Compartiment de Gestion	Désigne pour chaque type de taux figurant dans la Liste des Index : <ul style="list-style-type: none"> • l'ensemble des Parts et des Prêts au titre desquels VMG est amené à percevoir des intérêts déterminés à partir du taux concerné et selon la convention de calcul rattachée. • l'ensemble des Prêts Participatifs et des Emissions (en tenant compte le cas échéant du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts associé à l'Emission) au titre desquels VMG est amené à payer des intérêts déterminés à partir du taux concerné et selon la convention de calcul rattachée.
Compte Courant d'Associé	Désigne le compte analytique ouvert dans la comptabilité de VMG sur lequel sont affectées les Avances.
Compte d'Instruments Financiers	Désigne le compte-titre ouvert au nom de VMG dans les livres de la Banque de Règlement, nanti selon les dispositions de l'article L.431-4 du Code monétaire et financier, sur lequel sont inscrites les Parts et les Valeurs Mobilières de Placement correspondant au remplacement de la Réserve pour Remboursement d'Emission, de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Soultes.
Compte d'Intérêts Référencés	Désigne, pour un Compartiment de Gestion donné, les comptes analytiques ouverts dans la comptabilité de VMG sur lequel sont affectés les flux d'intérêts et les Commissions reçus ou payés par VMG au titre de ce Compartiment de Gestion.
Compte de Principal Référencé	Désigne, pour un Compartiment de Gestion donné, les comptes analytiques ouverts dans la comptabilité de VMG sur lequel sont affectés les flux de principal reçus ou payés par VMG au titre de ce Compartiment de Gestion.
Compte de Gages-Espèces : Provision pour Rémunération Référencée	Désigne, pour un Compartiment de Gestion donné, le compte analytique ouvert dans la comptabilité de VMG sur lequel sont affectés les Gages-Espèces correspondant à la Provision pour Rémunération d'Emission dudit Compartiment de Gestion.
Compte de Gages-Espèces : Provision pour Soultes	Désigne, pour un Compartiment de Gestion donné, le compte analytique ouvert dans la comptabilité de VMG sur lequel sont affectés les Gages-Espèces correspondant à la Provision pour Soultes dudit Compartiment de Gestion.
Compte Espèces Général	Désigne le compte à vue bancaire ouvert au nom de VMG dans les livres de la Banque de Règlement et par lequel transitent toutes les sommes reçues ou payées par VMG autres que celles enregistrées sur le Compte Espèces Spécifique.
Compte Espèces Spécifique	Désigne, le compte à vue bancaire ouvert au nom de VMG dans les livres de la Banque de Règlement sur lequel (i) sont identifiés les fruits et produits en toute monnaie perçus par VMG au titre des Parts et des

	Valeurs Mobilières de Placement inscrites en compte sur le Compte d'Instruments Financiers et (ii) sont constitués les Gages-Espèces.
Compte Général	Désigne le compte analytique ouvert dans la comptabilité de VMG sur lequel sont affectés l'ensemble des flux reçus ou payés par VMG autres que ceux affectés au Compte Espèces Spécifique.
Compte Titre Général	Désigne le compte-titre ouvert au nom de VMG dans les livres de la Banque de Règlement sur lequel sont inscrits en compte les Valeurs Mobilières de Placement autres que celles inscrites en compte sur le Compte d'Instruments Financiers.
Comptes de VMG	Désigne le Compte d'Instruments Financiers, le Compte Espèces Spécifiques, le Compte Général et le Compte Espèces Général.
Conseil de Surveillance	désigne le conseil de surveillance de VMG.
Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts	désigne, pour une Emission donnée, le contrat conclu entre VMG et une Contrepartie, aux termes duquel VMG paye à la Contrepartie des intérêts à un taux et selon des conventions de calcul figurant dans la Liste des Index et reçoit de la Contrepartie l'intégralité des intérêts à verser au titre de l'Emission. Le nominal d'un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts est à tout moment égal à celui de l'Emission à laquelle il est associé.
Contrat de Service Financier	désigne, pour une Emission prenant la forme d'une obligation, le contrat de service financier conclu entre VMG et un Agent Payeur, aux termes duquel celui-ci assure le service financier de l'Emission considérée.
Contrat de Sous-Traitance	désigne le (ou les) contrat(s) établi(s) entre VMG et le Sous-Traitant.
Contrat-Cadre de Prêts	désigne, le contrat-cadre de prêts en date du 22 septembre 1997 conclu entre VMG et l'Actionnaire Majoritaire, aux termes duquel le produit de chaque Emission peut faire l'objet d'un Prêt consenti par VMG à l'Actionnaire Majoritaire.
Contrat-Cadre de Souscription	désigne, le contrat-cadre de souscription en date du 24 novembre 1998 conclu entre VMG et l'Actionnaire Majoritaire, aux termes duquel le produit de chaque Emission peut être employé pour la souscription par VMG de TCN émis par l'Actionnaire Majoritaire.
Contrepartie	désigne, pour une Emission donnée, la contrepartie ayant conclu un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts avec VMG.

Convention-Cadre d'Avances en Compte Courant d'Associés Subordonnés	désigne la convention-cadre d'avances en compte courant en date du 22 septembre 1997 conclue entre VMG et l'Actionnaire Majoritaire qui a pour objet le financement des Besoins Exceptionnels de VMG.
Convention-Cadre de Gages-Espèces	désigne la convention-cadre de gage-espèces en date du 22 septembre 1997 conclue entre le Crédit Foncier de France et VMG, par laquelle le Crédit Foncier de France garantit à VMG le remboursement (i) de la partie des Intérêts Dus Référencés non financés par les intérêts reçus sur les Parts et (ii) des Soutles d'Indemnisation.
Convention-Cadre de Prêts Participatifs	désigne la convention-cadre de prêts participatifs en date du 22 septembre 1997 conclue entre VMG et l'Actionnaire Majoritaire, qui a pour objet le financement (i) de la souscription des Parts et (ii) de la constitution de la Réserve pour Remboursement d'Emission.
Date d'Information	désigne, pour une Date de Paiement, le 15 ^{ème} Jour Ouvré précédent ladite Date de Paiement.
Date d'Instruction	désigne, pour une Date de Paiement, le 10 ^{ème} Jour Ouvré précédent ladite Date de Paiement.
Date de Calcul	désigne, à compter du 26 septembre 1997, le deuxième Jour Ouvré précédant l'une quelconque des trois dates suivantes : <ul style="list-style-type: none"> • le 28^{ème} jour de chaque mois civil. • la date d'acquisition par VMG de Parts. • la date du lancement par VMG d'une Emission.
Date de Constitution	désigne le deuxième Jour Ouvré suivant une Date de Calcul où, du fait d'une augmentation du montant cumulé de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Soutles entre la Date de Calcul précédente et la Date de Calcul considérée, un Gage-Espèces est constitué par le Crédit Foncier de France au profit de VMG.
Date de Paiement	désigne, à compter du 28 janvier 1998, les 28 janvier, 28 avril, 28 juillet et 28 octobre de chaque année civile, étant précisé que si une de ces dates ne correspond pas à un Jour Ouvré, la Date de Paiement sera reportée au Jour Ouvré suivant.
Date de Provision	désigne, à compter du 26 septembre 1997, le 28 ^{ème} jour calendaire d'un mois civil, ou si ce jour n'est pas un Jour Ouvré, le premier Jour Ouvré suivant.
Date de Restitution	désigne une Date de Provision où, du fait d'une diminution du montant cumulé de la Provision pour Rémunération d'Emission et de la Provision pour Soutles entre les deux Dates de Calcul précédant immédiatement ladite Date de Provision, un Gage-Espèces est restitué par VMG au Crédit Foncier de France.
Date de Réunion Mensuelle	désigne le 2 ^{ème} jour suivant chaque Date de

	Constitution ou chaque Date de Provision.
Date de Validation	désigne, pour une Date de Paiement, un Jour Ouvré compris dans les deux semaines qui précèdent ladite Date de Paiement.
Date Ultime d'Amortissement	désigne la date ultime prévue pour le complet amortissement des Parts
Dénouement Anticipé	désigne, suite à un Cas de Dénouement Anticipé, le mode de fonctionnement de VMG décrit à l'article 2.4.
Déroulement Normal	désigne, en l'absence de tout Cas de Dénouement Anticipé, le mode de fonctionnement de VMG décrit à l'article 2.3.
Directoire	désigne le Directoire de VMG.
Documents Contractuels	désigne les contrats conclus entre VMG et le Crédit Foncier de France qui régissent le fonctionnement de VMG, à savoir : <ul style="list-style-type: none"> • Contrat-Cadre de Prêts. • Convention-Cadre de Prêts Participatifs. • Convention-Cadre de Gages-Espèces. • Convention-Cadre d'Avances en Compte Courant. • Contrat de Sous-Traitance. • Contrat-Cadre de Souscription.
Dossier de Crédit	désigne le dossier constitué par le Directoire de VMG et signé par son président pour autorisation d'investissement dans des Parts dont un modèle figure en ANNEXE 4.
Dossier Statistique	désigne le rapport transmis à chaque Date d'Information par la Société de Gestion au Directoire pour chaque fonds commun de créances ou fonds commun de titrisation concerné par les Parts dont un modèle figure en ANNEXE 6.
Durée de Vie de Dénouement	désigne, pour une Emission et à une Date d'Instruction données, la Vie Moyenne à cette date de l'Echéancier Moyen de l'Emission considérée.
Durée de Vie Initiale	désigne, pour une Emission donnée, la Vie Moyenne à la date de règlement de cette Emission de son échéancier contractuel en Déroulement Normal.
Durée de Vie Résiduelle	désigne, pour une Emission et à une date données, la Vie Moyenne à cette date de l'échéancier contractuel de cette Emission en Déroulement Normal.
Echéancier Conservateur	désigne pour un Compartiment de Gestion donné : <ul style="list-style-type: none"> • pour les Parts dudit Compartiment de Gestion, l'échéancier des paiements en principal et en intérêts établi à partir de l'une des Hypothèses Conservatrices. • pour les Emissions dudit Compartiment de Gestion l'échéancier des paiements en principal et intérêts en mode de Dénouement Anticipé établi à partir de la Réserve pour Remboursement d'Emission et de

	<p>chacun des Echéanciers Conservateurs des Parts dudit Compartiment de Gestion.</p> <p>Les Echéanciers Conservateurs sont calculés par le Directoire à chaque Date d'Instruction en mode de Déroulement Normal.</p>
Echéancier Moyen	<p>désigne pour un Compartiment de Gestion donné:</p> <ul style="list-style-type: none"> • pour les Parts dudit Compartiment de Gestion, l'échéancier des paiements en principal et en intérêts établi à partir de l'Hypothèse Moyenne. • pour les Emissions dudit Compartiment de Gestion l'échéancier des paiements en principal et intérêts en mode de Dénouement Anticipé établi à partir de la Réserve pour Remboursement d'Emission et des Echéanciers Moyens des Parts dudit Compartiment de Gestion. <p>Les Echéanciers Moyens des Parts sont calculés par la Société de Gestion et transmis dans le Dossier Statistique. Les Echéanciers Moyens des Emissions sont calculés par le Directoire à chaque Date d'Instruction en mode de Déroulement Normal.</p>
Echéancier Théorique	<p>désigne pour des Parts l'échéancier des paiements en principal et en intérêts établi à partir de l'Hypothèse Théorique.</p> <p>Les Echéanciers Théoriques des Parts sont calculés par la Société de Gestion et transmis dans le Dossier Statistique.</p>
Emissions	<p>désigne les opérations de refinancement effectuées par VMG sur le marché des capitaux ou sur le marché bancaire conformément aux dispositions du Règlement Intérieur. Les Emissions peuvent prendre la forme :</p> <ul style="list-style-type: none"> • d'émissions obligataires sur les marchés domestiques et internationaux en Euros. • d'émissions de titres de créances négociables. • de prêts bancaires.
Fonds Disponibles	<p>désigne les sommes disponibles à une Date de Paiement ou à une Date de Provision pour VMG, à savoir :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les encaissements en principal et intérêts sur l'ensemble des Parts. • les encaissements (incluant les Produits Financiers) sur les Valeurs Mobilières de Placement. • les encaissements en principal et en intérêts issus des Prêts. • les encaissements en principal et en intérêts des sommes dues au titre des TCN.
Frais Initiaux	<p>désigne, pour une Emission donnée, les commissions de prise ferme et de placement, les frais et redevances d'admission à la cote, les honoraires et frais des conseils juridiques et plus généralement tout montant dû par VMG au titre de la mise en place de cette Emission et, le cas échéant, du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts associé à cette Emission.</p>
Frais Récurrents	<p>désigne, pour une Emission donnée, les commissions d'Agent Payeur, les frais et redevances d'abonnement à</p>

	la cote, les frais de publication périodique d'informations financières et plus généralement tout frais et commissions dus par VMG au titre de cette Emission et, le cas échéant du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts associé à cette Emission, après la mise en place de cette Emission et jusqu'à son échéance finale.
Euro	désigne la monnaie ayant cours légal en FRANCE ou son équivalent légal.
Gages-Espèces	désigne les gages-espèces déposés en garantie par le Crédit Foncier de France auprès de VMG dans le cadre de la Convention-Cadre de Gages-Espèces.
Gestionnaire de Trésorerie	désigne le Crédit Foncier de France.
Groupe	désigne Crédit Foncier de France et toute autre entité sous son contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce.
Hypothèse Conservatrice	désigne, pour un Compartiment de Gestion donné, une des combinaisons de taux de remboursement anticipé pris parmi 0% et 100% appliqué au Parts. Le nombre de combinaisons est de 2 ⁿ ou "n" est égal au nombre de Parts.
Hypothèse Moyenne	désigne, pour une Part de FCC ou de FCT et à une Date d'Information données, l'hypothèse d'une stabilité des données moyennes de comportement des débiteurs des créances du fonds observées au cours des 12 derniers mois, à savoir : <ul style="list-style-type: none"> • la moyenne mensuelle des Taux de Remboursements Anticipés Mensuels. • la moyenne mensuelle des Taux de Défaillance Mensuels. <p>Au cours des onze premiers mois de la vie d'un fonds commun de créances ou d'un fonds commun de titrisation il sera substitué aux données effectivement constatées un chiffre fourni par le cédant des créances lors de la constitution du fonds.</p>
Hypothèse Théorique	désigne pour un fonds commun de créances ou un fonds commun de titrisation donné l'absence de tout défaut et de tout remboursement anticipé.
Indemnité d'Immobilisation	désigne l'indemnité versée à chaque Date de Paiement au Crédit Foncier de France dans le cadre de la Convention-Cadre de Gages-Espèces, égale à 95% des Produits Financiers perçus par VMG au titre du placement par le Gestionnaire de Trésorerie, de l'encours des Gages-Espèces.

Intérêt Fixe	désigne les intérêts trimestriels fixes à recevoir à chaque Date de Paiement par l'Actionnaire Majoritaire au titre de la Convention-Cadre de Prêts Participatifs, égal à 1% de l'encours des Prêts Participatifs à l'issue de la précédente Date de Paiement.
Intérêt Variable Adossé	désigne les intérêts trimestriels variables à recevoir à chaque Date de Paiement par l'Actionnaire Majoritaire au titre de la Convention-Cadre de Prêts Participatifs tels que le montant des intérêts dus au titre de l'Intérêt Variable Adossé et de l'Intérêt Fixe des Prêts Participatifs soit égal à 95% de la somme (i) des intérêts reçus au titre des Parts et (ii) des Produits Financiers perçus par VMG au titre du remplacement par le Gestionnaire de Trésorerie de la Réserve pour Remboursement d'Emission.
Intérêt Variable Global	désigne la base des intérêts annuels versés aux Prêts Participatifs au prorata de leurs principaux restant dus, égale à 50% du résultat comptable de VMG avant impôt et imputation dudit intérêt variable; ces intérêts sont versés à la première Date de Paiement suivant l'approbation des comptes de VMG.
Intérêts Dus Référencés	désigne, pour un Compartiment de Gestion et une date de Paiement donnés, le montant des intérêts dus selon le cas soit au titre d'une Emission soit à la Contrepartie d'un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêt associé à une Emission. En mode de Dénouement Anticipé les Intérêts Dus Référencés tiennent compte des Majorations éventuelles.
Intérêts Reçus Référencés	désigne, pour un Compartiment de Gestion et une Date de Paiement donnés, le montant des intérêts reçus sur les Parts.
Investisseurs	désigne, pour une Emission donnée, les investisseurs ayant souscrit à cette Emission.
Jour Ouvré	désigne un jour entier où le traitement des ordres et la cotation des valeurs s'effectuent sur les bourses françaises et où les établissements de crédits et institutions financières sont ouverts en France métropolitaine.
Lettre de Confort	désigne l'engagement souscrit par le Crédit Foncier de France dans la lettre de confort émise lors chaque Emission de VMG.
Liste des Index	désigne la liste des taux et les conventions de calcul qui y sont rattachées qui figure en ANNEXE 7.

Majoration	désigne, pour une Emission ou un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts donnés, le supplément d'intérêts qui peut être dû en mode de Dénouement Anticipé par VMG selon le cas soit au titre de l'Emission soit à la Contrepartie du Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts et dont les modalités de calcul figurent soit au contrat de l'Emission, soit au Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts.
Modes de Gestion	désigne les deux modes de fonctionnement de VMG, à savoir, le Déroulement Normal et le Dénouement Anticipé.
Montant d'Emission	désigne, pour une Emission donnée, le montant nominal de cette Emission.
Montant Maximum Autorisé	désigne, pour chaque Année Opérationnelle, le montant maximum d'Emissions à émettre sous forme d'obligations déterminé par l'Assemblée Générale Ordinaire de VMG.
Objectif de Liquidité	désigne l'objectif énoncé à l'article 3.1.3.
Parts	désigne les parts de fonds communs de créances ou de fonds communs de titrisation souscrites par VMG, et dont l'acquisition est financée dans le cadre de la Convention-Cadre de Prêts Participatifs.
Prêt	désigne un prêt consenti par VMG à l'Actionnaire Majoritaire dans le cadre du Contrat-Cadre de Prêts.
Prêt Participatif	désigne un Prêt Participatif s'inscrivant dans la Convention-Cadre de Prêts Participatifs conclue entre VMG et l'Actionnaire Majoritaire.
Principal Restant Dû	désigne, pour des Parts ou pour une Emission données et à une Date de Paiement donnée, le montant de principal restant dû au titre desdites Parts ou de ladite Emission, à l'issue des différents virements effectués à ladite Date de Paiement.
Produit d'Emission	désigne, pour une Emission donnée, le prix de souscription de l'Emission considérée par les Investisseurs.
Produits Financiers	désigne les intérêts perçus par VMG au titre des Valeurs Mobilières de Placement ainsi que les plus-values réalisées et encaissées par VMG au titre des Valeurs Mobilières de Placement.
Provision pour Rémunération d'Emissions	désigne, pour un Compartiment de Gestion et à une Date de Calcul donnés, le montant de la provision nécessaire pour satisfaire la Règle de Dénouement Anticipé.
Provision pour Soulte	désigne, pour un Compartiment de Gestion et à une date donnés, le montant provisionné à cette date par VMG pour le paiement des Soultes d'Indemnisation relatives aux Emissions ou aux Contrats d'Echange de Conditions d'Intérêts dudit Compartiment de Gestion.

	Ce montant est évalué à chaque Date de Calcul, en supposant qu'un Cas de Dénouement Anticipé soit intervenu à cette Date de Calcul, et provisionné dans les deux Jours Ouvrés suivants par constitution de Gages-Espèces.
Rapport Trimestriel de Gestion	désigne le rapport envoyé à chaque membre du Conseil de Surveillance par le Directoire à chaque Date d'Instruction dont un modèle figure en <u>ANNEXE 5</u> .
Règle de Dénouement Anticipé	désigne la règle énoncée l'article 3.1.1.
Règle de Provision	désigne la règle énoncée à l'article 3.1.2.
Règles de Gestion	désigne l'ensemble des règles définies à l'article 3.1.
RGV	désigne le système de règlement livraison, dont Euroclear France est gestionnaire, pour tout titre, valeur mobilière ou titre de créance négociable qui fonctionne en temps réel et de façon irrévocable, ou tout autre système de règlement livraison qui pourrait y être substitué.
Réserve pour Remboursement d'Emissions	désigne, pour un Compartiment de Gestion et à une Date de Paiement donnés, le montant provisionné sur le Compte de Principal Référencé, pour satisfaire la Règle de Dénouement Anticipé et l'Objectif de Liquidité.
Société de Gestion	désigne la(ou les) société(s) de gestion des fonds communs de créances et des fonds communs de titrisation concernés par les Parts.
Soulte d'Indemnisation	désigne, pour une Emission ou un Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts et en Cas de Dénouement Anticipé, l'indemnisation qui peut être prévue au contrat de l'Emission ou au Contrat d'Echange de Conditions d'Intérêts. En cas de survenance d'un Cas de Dénouement Anticipé elle est payée à la Date de Provision suivante dans la limite du montant de la Provision pour Soulttes constituée à la date de survenance du Cas de Dénouement Anticipé. Pour les Emissions un modèle de calcul de la Soulte d'Indemnisation figure en Annexe 8.
Sous-Traitant	désigne le prestataire de service assurant notamment : <ul style="list-style-type: none"> - le middle-office, l'ingénierie financière, le front office et le back-office des opérations, - la comptabilité des opérations, - le secrétariat juridique.
Syndicat d'Emission	désigne, pour une Emission donnée, l'entité qui assure la prise ferme de cette Emission.
Taux de Défaillance Mensuel	désigne, pour un fonds commun de créances ou un fonds commun de titrisation donné, l'indicateur mensuel de suivi des créances défaillantes ; pour chaque fonds, la formule de calcul de cet indicateur sera définie à la date d'acquisition des Parts en accord avec les Agences de Notation.

Taux de Remboursement Anticipé Mensuel	désigne, pour un fonds commun de créances ou un fonds commun de titrisation donné, l'indicateur mensuel de suivi des créances remboursées par anticipation ; pour chaque fonds, la formule de calcul de cet indicateur sera définie à la date d'acquisition des Parts en accord avec les Agences de Notation.
Taux de Rendement de l'Emission	désigne le taux d'intérêt applicable à une Emission et calculé sur la base du Produit de l'Emission reçu par VMG, pour tenir compte d'un prix d'émission des titres différent du pair.
TCN	désigne tout titre de créance négociable régi par les articles L.213-1 et suivants du Code monétaire et financier (anciennement régi par la loi n°91-716 du 26 juillet 1991) et ses textes d'application subséquents émis par l'Actionnaire Majoritaire et souscrit par VMG dans le cadre du Contrat-Cadre de Souscription.
Valeurs Mobilières de Placement	désigne les supports des placements en trésorerie autorisés pour 3.2.8.
Vie Moyenne	désigne, pour un échéancier et à une date donnés, la somme des durées séparant cette date et les dates d'échéance de principal au titre de l'échéancier, pondérées par le pourcentage de principal à échoir à ces dates d'échéances.
VMG	Vauban Mobilisations Garanties.

Les mots au singulier doivent s'entendre également au pluriel et inversement, les mots au masculin doivent s'entendre également au féminin et inversement.

Les renvois faits dans le présent Règlement Intérieur à des articles doivent s'entendre, à moins qu'il n'en soit spécifié autrement, de renvois à des articles du présent Règlement Intérieur.

TABLE DE CONCORDANCE AMF

Rubriques du schéma de l'annexe IV du règlement CE n° 809/2004

	Rubriques	Page
1.	PERSONNES RESPONSABLES	
1.1.	Personnes responsables des informations	11
1.2.	Déclaration des personnes responsables	11
2.	CONTRÔLEURS LÉGAUX DES COMPTES	
2.1.	Identification des contrôleurs légaux	12 à 13
2.2.	Contrôleurs légaux durant la période couverte par les informations financières historiques	12 à 13
3.	INFORMATIONS FINANCIÈRES SÉLECTIONNÉES	
3.1.	Informations financières	8 et 9
3.2.	Informations financières pour les périodes intermédiaires	N/A
4.	FACTEURS DE RISQUE	14
5.	INFORMATIONS CONCERNANT L'ÉMETTEUR	
5.1.	Histoire et évolution de la société	
5.1.1.	Raison sociale et nom commercial de l'émetteur	15
5.1.2.	Lieu et numéro d'enregistrement de l'émetteur	15
5.1.3.	Date de constitution et durée de vie de l'émetteur	15
5.1.4.	Siège social et la forme juridique de l'émetteur	15 à 17
5.2.	Investissements	N/A
6.	APERÇU DES ACTIVITÉS	
6.1.	Principales activités	
6.1.1.	Principales catégories de services fournis	21 à 30
6.1.2.	Nouveau produit vendu ou nouvelle activité	N/A
6.2.	Principaux marchés	21 à 22 et 30
6.2.1.	Événement récent propre à l'émetteur et intéressant, dans une mesure importante, l'évaluation de sa solvabilité.	30
6.3.	Position concurrentielle.	N/A
7.	ORGANIGRAMME	
7.1.	Description du groupe d'appartenance et place de l'émetteur	31
7.2.	Lien de dépendance vis-à-vis d'autres entités du groupe	32
8.	INFORMATION SUR LES TENDANCES	
8.1.	Déclaration d'absence de détérioration significative affectant les perspectives depuis la date des derniers états financiers	30
8.2.	Événement raisonnablement susceptible d'influer sensiblement sur les perspectives de l'émetteur	30
9.	PRÉVISIONS OU ESTIMATIONS DU BÉNÉFICE	N/A
10.	ORGANES D'ADMINISTRATION, DE DIRECTION ET DE SURVEILLANCE	
10.1.	Nom, adresse et fonction des membres des organes d'administration et de direction et principales activités exercées en dehors de la société	33 à 38
10.2.	Déclaration d'absence de conflits d'intérêts	39
11.	ORGANES D'ADMINISTRATION ET DE DIRECTION	
11.1.	Informations sur le comité de l'audit	N/A
	Nom des membres et résumé du mandat	N/A
11.2.	Gouvernement d'entreprise	33 et 60 à 70
12.	PRINCIPAUX ACTIONNAIRES	
12.1.	Détention, contrôle	40
12.2.	Accord connu pouvant entraîner un changement de contrôle	N/A

13.	INFORMATIONS FINANCIÈRES CONCERNANT LE PATRIMOINE, LA SITUATION FINANCIÈRE ET LES RÉSULTATS	
13.1.	<u>Informations financières historiques</u>	Document de référence 2007 ^(*)
13.2.	<u>États financiers annuels</u>	
	• Bilan	41 à 43
	• Hors Bilan	N/A
	• Compte de Résultat	44 à 45
	• Tableau des Flux de Trésorerie	56
	• Méthodes comptables et notes explicatives	46 à 57
13.3.	<u>Vérification des informations financières historiques</u>	
13.3.1.	<u>annuel</u> Rapport des contrôleurs légaux	58 à 59 ^(*)
13.3.2.	Autres informations du document d'enregistrement vérifiées par les contrôleurs légaux	60 à 70
13.3.3.	Informations financières du document d'enregistrement non tirées d'états financiers vérifiés	N/A
13.4.	<u>Date des dernières informations financières</u>	
13.4.1.	Dernier exercice pour lequel les informations financières ont été vérifiées	31/12/2008
13.5.	<u>Informations financières intermédiaires et autres</u>	
13.5.1.	Informations financières trimestrielles ou semestrielles depuis la date des derniers états financiers vérifiés	N/A
13.5.2.	Informations financières intermédiaires depuis la fin du dernier exercice	N/A
13.6.	<u>Procédures judiciaires et d'arbitrage</u>	73
13.7.	<u>Changement significatif de la situation financière ou commerciale</u>	
	• Déclaration	30
14.	INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES	
14.1.	<u>Capital social</u>	
14.1.1.	Montant du capital souscrit	16 et 74
14.2.	<u>Acte constitutif et statuts</u>	
14.2.1.	Registre et objet social	15 à 16 et 79 à 80
15.	CONTRATS IMPORTANTS	
	• Conventions réglementées	40
16.	INFORMATIONS PROVENANT DE TIERS, DÉCLARATIONS D'EXPERTS ET DÉCLARATIONS D'INTÉRÊTS	N/A
17.	DOCUMENTS ACCESSIBLES AU PUBLIC	
	Lieu de consultation des documents pendant la durée de validité du document d'enregistrement	80

(*) En application de l'article 28 du règlement 809-2004 sur les prospectus, les comptes annuels de l'exercice clos le 31 décembre 2007 et le rapport des Commissaires aux comptes y afférent, présentés aux pages 42 à 60 du document de référence n°D08-0342 déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 30 avril 2008, sont incorporés par référence dans le présent document.

Les chapitres du document de référence n°D08-0342 non visés ci-dessus sont soit sans objet pour l'investisseur, soit couverts à un autre endroit du présent document de référence.

Éléments constitutifs du rapport financier annuel 2008	Pages dans le présent document
Attestation du responsable du document	11
RAPPORT DE GESTION - Analyse des résultats, de la situation financière et des risques de la société mère et de l'ensemble consolidé (art. L.225-100 et L.225-100-2 du Code de commerce) - Facteurs de risques	14 à 40 14
ETATS FINANCIERS - Comptes annuels - Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels - Rapport du Président du Conseil de surveillance en application de l'article L. 225-68 du Code de commerce - Rapport des commissaires aux comptes sur le contrôle interne	41 à 57 58 à 59 60 à 70 71 à 72



VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 19 310 626,35 euros
Siège social : 16, rue Volney - Paris 2^{ème}
R.C.S. PARIS B 399 343 300 - Code APE 741 J



VMG
FILIALE DU CRÉDIT FONCIER

REFERENCE DOCUMENT 2008

VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES

INCLUDING THE 2008 ANNUAL FINANCIAL REPORT



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

This is a free translation into English of the Document de Référence issued in the French language and is provided solely for the convenience of English-speaking readers. The English version of the Document de Référence should be read in conjunction with, and construed in accordance with, French law.

CONTENTS

PART 1:	- 5 -
PROFILE	- 6 -
VMG: A SECURE ECONOMIC MODEL AS THE CORNERSTONE OF ITS BUSINESS	- 6 -
KEY FIGURES	- 8 -
PART 2:	- 10 -
1. PERSONS RESPONSIBLE	- 11 -
2. PERSONS RESPONSIBLE FOR AUDITING THE FINANCIAL STATEMENTS	- 12 -
3. ISSUER RISKS	- 14 -
4. GENERAL INFORMATION CONCERNING THE ISSUER	- 15 -
5. COMPANY FINANCIAL POSITION AND DEVELOPMENT AMOUNT	- 19 -
6. BUSINESS OVERVIEW	- 21 -
7. ORGANIZATION CHART	- 31 -
8. ADMINISTRATIVE, MANAGEMENT AND SUPERVISORY BODIES	- 33 -
9. MAIN SHAREHOLDERS	- 40 -
10. FINANCIAL INFORMATION CONCERNING THE ISSUER'S ASSETS & LIABILITIES, FINANCIAL POSITION AND EARNINGS	- 41 -
11. ADDITIONAL INFORMATION	- 74 -
12. LOCATION WHERE LEGAL DOCUMENTS ABOUT THE ISSUER MAY BE EXAMINED -	80 -
INTERNAL REGULATIONS OF VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	- 81 -
1. GENERAL PROVISIONS	- 84 -
2. OPERATING RULES	- 86 -
3. OPERATING FRAMEWORK	- 91 -
4. RELATIONSHIP BETWEEN THE MANAGEMENT AND GOVERNING BODIES	- 114 -
AMF CROSS-REFERENCE TABLE	- 139 -
COMPONENTS OF THE 2008 ANNUAL FINANCIAL REPORT	- 141 -

PART 1:

Overview

Profile

Vauban Mobilisations Garanties (VMG) is a wholly-owned subsidiary of Crédit Foncier which is part of Groupe Caisse d'Épargne.

Founded in 1997, VMG is an innovative refinancing vehicle whose main business is to purchase mortgages originated by Crédit Foncier and to refinance them on the market.

Most of its assets are FCC (French *Fonds Communs de Créances*) senior securitization units that have been rated AAA and are backed by housing loans. VMG issues are in many ways similar to UK covered bonds; its senior debt issues are rated AAA/Aaa/AAA.

They are structured to protect investors against the risk of bankruptcy. Senior FCC Units, reserves and provisions are pledged as collateral, for bond holders, in a Financial Instruments Account (French Act of 2 July 1996 on the modernization of financial activities).

VMG currently remains one of Crédit Foncier's two triple-A rated refinancing vehicles, alongside Compagnie de Financement Foncier, and one of Groupe Caisse d'Épargne's three triple-A rated refinancing vehicles alongside Compagnie de Financement Foncier and GCE Covered Bonds.

VMG: A secure economic model as the cornerstone of its business

A secure economic model

VMG issues are secured by triple-A rated FCC senior securitization units with high quality underlying assets and an overcollateralization rate of 18% at the end of 2008.

FCC Units held by VMG as assets are backed by a unique product: real estate loans originated by Crédit Foncier. These high-quality assets have the following main characteristics: around 80% benefit from a prime mortgage and 20% from other guarantees, and the average loan-to-value ratio is less than 62%.

FCCs structured in this way generate fixed-rate income in the same way as bonds.

VMG offers its investors guarantees similar to those of other covered bonds, as seen in its AAA rating, which has remained stable since it was first issued in 1997. If Crédit Foncier's rating is ever downgraded by the three rating agencies below the A-1/P1 category, measures will be taken to secure the payments due on FCCs by Crédit Foncier, which acts as the receivables' manager.

VMG's economic model guarantees the absence of interest rate and foreign exchange risk. FCC securitization units and issues are at fixed rates and all of VMG's assets and liabilities are denominated in euro.

An operating framework that ensures investors are repaid

Reserves and provisions are calculated monthly to guarantee the payment of principal and interest under different stress scenarios: prepayments and unfavourable interest rate movements.

The reserves are financed by cash collateral deposits.

As reserves and provisions are invested in A1/P1/F1 short-term securities, investors are not exposed to credit risk or liquidity risk.

Under the permanent control of the Management Board and the Supervisory Board rigorous tests are carried out to ensure that FCC Units and reserves are, at all times, sufficient to cover capital requirements and the repayment of bonds. These simulations use highly stressed scenarios (FCC prepayments, etc.) with support from the rating agencies.

In the event of the bankruptcy of Crédit Foncier, the scenario envisaged by the agencies at the time of VMG's rating, the vehicle would be unwound early. In this case, cash flows from AAA rated securitization units as well as reserves would be used to pay principal and interest to bond holders in pass through mode. The bond holders would receive compensation for the damages relating to the change in the redemption schedule.

VMG is therefore one of the very few covered bond programmes with no refinancing risk in the event of the bankruptcy of the sponsor.

Of course the quality of the underlying assets and the group's credit quality, **A/Aa3/A+** for Crédit Foncier and **A+/Aa3/A+** for Groupe Caisse d'Epargne, make it very unlikely that this will ever happen.

Key Figures

VMG at 31 December 2008

- Balance Sheet: €10.4 billion
- Outstanding FCC Units ⁽¹⁾: €3.2 billion
- Outstanding bonds: €4.9 billion
- Reserves (repayment & compensation) ⁽²⁾: €1.9 billion

<u>BALANCE SHEET</u>	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
(in thousands of euro)			
<u>ASSETS</u>			
Other equity holdings	3,208,423	4,421,091	5,563,567
Accrued interest on equity holdings	25,097	34,660	41,568
Total fixed assets	3,233,520	4,455,751	5,605,134
Trade receivables	-	-	-
Other receivables	5,655	-	373
Negotiable debt securities	7,083,911	9,054,796	8,911,241
Available-for-sale securities	-	-	-
Cash	98	268	1,860
Deferred expenses	3,524	4,545	5,971
Total current assets	7,093,188	9,059,609	8,919,445
Accruals – issuing expenses	3,958	5,600	7,593
Redemption premiums	34,319	47,008	59,561
TOTAL ASSETS	10,364,985	13,567,968	14,591,734
<u>LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</u>			
Share capital	19,310	19,310	10,208
Legal reserve	1,238	697	173
Retained earnings	17,860	7,578	6,726
Income for the year	9,310	10,823	10,480
Interim dividends	-	-	-
Total shareholders' equity	47,718	38,408	27,588
Bonds issued	5,067,199	6,701,649	7,212,997
Other borrowings	5,224,885	6,793,745	7,308,368
Trade accounts payable	175	186	234
Taxes payable	3	193	3
Other liabilities	-	-	-
Deferred income	25,005	33,787	42,545
Total liabilities	10,317,267	13,529,560	14,564,146
TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY	10,364,985	13,567,968	14,591,734

⁽¹⁾ cf p 18

⁽²⁾ cf p 19

Net income for the 2008 financial year mounted to €9.3 million and is in line with the change in VMG's balance sheet.

<u>INCOME STATEMENT</u>	31/12/08	31/12/07	31/12/06
(in thousands of euro)			
Net revenue	275	275	228
Other revenue	-	-	-
REVENUE FROM OPERATIONS	275	275	228
Other purchases and expenses	1,573	1,597	2,303
Taxes and assessments	112	111	114
Salaries and wages	20	12	30
Payroll taxes	6	4	8
Other expenses	28	37	27
OPERATING EXPENSES	1,740	1,761	2,482
OPERATING INCOME	- 1,464	-1,486	-2,253
Income from equity holdings	163,534	222,064	250,797
Income from loans and medium-term notes	370,050	399,857	409,582
Other interest income	19	55	1
Deferred expenses	-	-	-
Net income from the sale of securities	-	-	-
INVESTMENT INCOME	533,603	621,976	660,380
Amortization and provisions	13,385	14,172	14,746
Interest expense	504,588	589,841	627,437
Issuing expenses	-	-	-
Other interest expense	-	-	-
FINANCIAL EXPENSES	517,973	604,013	642,182
FINANCIAL INCOME	15,630	17,963	18,198
EARNINGS BEFORE TAXES	14,167	16,477	15,944
Extraordinary gains	1,212,668	1,142,475	1,236,153
Extraordinary charges	1,212,668	1,142,475	1,236,153
EXTRAORDINARY INCOME	-	-	-
Corporate income tax	4,857	5,654	5,464
TOTAL REVENUE	1,746,547	1,764,726	1,896,76
TOTAL EXPENSES	1,737,237	1,753,903	1,886,28
NET INCOME FOR THE YEAR	9,310	10,823	10,480

PART 2:

Annual Report

1. Persons responsible

1.1 PERSON RESPONSIBLE FOR THE REFERENCE DOCUMENT

Ms. Sandrine Guérin

Chairperson of the Management Board of Vauban Mobilisations Garanties

Address: 4, quai de Bercy – 94224 Charenton Cedex

Telephone: +33 (0)1 57 44 92 05

Fax: +33 (0)1 57 44 78 89

1.2 STATEMENT FROM THE PERSON RESPONSIBLE FOR THE REFERENCE DOCUMENT

I hereby declare, after having taken every reasonable measure to this purpose, that the information provided in this reference document is, to the best of my knowledge, true to fact and that no information has been omitted that would change the interpretation of the information provided.

I hereby declare that, to the best of my knowledge, the financial statements have been prepared in accordance with applicable accounting standards and are an accurate reflection of the assets, financial position and results of the company and all the entities included in its consolidation, and that the management report, whose table of contents appears on page 141, presents an accurate picture of events that occurred during the period, the results and the financial position of the company and all the entities included in its consolidation as well as a description of the principal risks and uncertainties it is exposed to.

I received a letter from the statutory auditors indicating that they have completed their work which consisted of verifying the information about the financial position and the financial statements provided in this reference document as well as a reading of the entire document.

Signed in Charenton-le-Pont, April 28, 2008

Sandrine Guérin
Chairperson of the Management Board

2. Persons responsible for auditing the financial statements

Permanent statutory auditors

KPMG Audit, Department of KPMG S.A.

Member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
1, Cours Valmy – 92923 La Défense Cedex
Represented by Mr. Rémy Tabuteau

PricewaterhouseCoopers Audit

Member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
63, rue de Villiers - 92200 Neuilly-sur-Seine
Represented by Ms. Anik Chaumartin

KPMG Audit, a department of KPMG S.A. and PricewaterhouseCoopers Audit audited and certified the accounts for the years ended December 31, 2006, 2007 and 2008.

Alternate statutory auditors

Ms. Ferron-Jolys

Member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
1, Cours Valmy – 92923 La Défense Cedex

Mr. Pierre Coll

Member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris
63, rue de Villiers - 92200 Neuilly-sur-Seine

Mandates of the permanent statutory auditors

KPMG Audit, a department of KPMG SA, was appointed as permanent statutory auditor for six years at the general meeting held on May 19, 2006. This mandate will expire at the end of the general meeting called to approve the accounts for the year ended December 31, 2011. KPMG Audit is replacing the firm Mazars & Guérard, 61, rue Henri Regnault, 92075 Paris La Défense Cedex, member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris, represented by Mr. Michel Barbet-Massin and Mr. Hervé Helias, which had been appointed at the annual general meeting held on June 28, 2000 and whose mandate expired at the end of the general meeting held on May 19, 2006.

The firm Mazars & Guérard audited and certified the annual accounts for the years ended December 31, 2004 and 2005.

PricewaterhouseCoopers Audit was appointed as permanent statutory auditor at the general meeting held on May 19, 2006 for the remaining term of its predecessor who resigned, the firm Barbier, Frinault et Autres (Ernst & Young), 41, rue Ybry, 92576 Neuilly-sur-Seine Cedex, member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles, represented by Mr. Michel Gauthier (until February 4, 2003) and Mr. Olivier Drion, appointed at the general meeting held on September 15, 1997 and whose mandate was renewed at the general meeting held on March 20, 2003. PricewaterhouseCoopers Audit's mandate will expire at the end of the general meeting called to approve the accounts for the year ended December 31, 2008.

The firm Barbier, Frinault et Autres (Ernst & Young) audited and certified the accounts for the years ended December 31, 2004 and 2005.

Mandates of the alternate statutory auditors

Ms. Marie-Christine Ferron-Jolys Audit was appointed as KPMG Audit's alternate statutory auditor for six years at the general meeting held on May 19, 2006. This mandate will expire at the end of the general meeting called to approve the accounts for the year ended December 31, 2011. Ms. Marie-Christine Ferron-Jolys is replacing Ms. Evelyne Henault, 26, rue Vasco de Gama, 75015 Paris, member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris, who had been appointed at the annual general meeting held on June 28, 2000 and whose mandate expired at the end of the general meeting held on May 19, 2006.

Mr. Pierre Coll was appointed as PricewaterhouseCoopers Audit's alternate statutory auditor at the general meeting held on May 19, 2006 for the remaining term of its predecessor who resigned, the firm Barbier, Frinault et Associés (Ernst & Young), 41, rue Ybry, 92576 Neuilly-sur-Seine Cedex, member of the Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles, represented by Mr. Michel Leger, appointed at the general meeting held on June 28, 2000 for the remaining term of its predecessor (the firm Mazars & Guérard, alternate statutory auditors who resigned) whose mandate had been renewed at the general meeting held on March 20, 2003. Mr. Pierre Coll's mandate will expire at the end of the general meeting called to approve the accounts for the year ended December 31, 2008.

3. Issuer risks

3.1 MARKET RISK

Given the high ratings conferred on VMG issues, strict rules have been set forth in the company's Internal Regulations in terms of:

- > acquiring FCC assets
- > investing cash balances
- > negotiating interest rate swaps

VMG is protected against interest rate risk through the existence and operation of ALM Compartments and an Issue Remuneration Provision, whose definitions are set forth in the Internal Regulations. The company does not have any currency positions, which means there is no foreign exchange risk.

3.2 LEGAL RISK

VMG's articles of association and Internal Regulations provide a rigorous framework for its business activity and debt capacity. VMG does not have any employees and its assets are all highly-rated securities the ownership of which is assured. For these reasons the legal risks to which the company would be exposed are minimal.

3.3 INDUSTRIAL AND ENVIRONMENTAL RISKS

In terms of social and environmental issues, VMG relies on human and material resources provided by Crédit Foncier. Its activities are not likely to have an impact on the environment. In 2008, the carbon footprint of the Crédit Foncier included that of VMG.

3.4 INSURANCE – COVERAGE TO PROTECT THE ISSUER AGAINST POTENTIAL RISKS

Under the subcontracting agreement between VMG and Crédit Foncier, VMG is covered by insurance taken out by its parent company.

Crédit Foncier is insured against risks related to its responsibility as an employer and credit institution. It has taken out several contracts covering damages or losses liable to be caused to third parties and property by its employees at work. Crédit Foncier is also covered against the risks of theft, malicious acts and fraud. VMG has chosen not to take out a specific policy covering potential operating losses since its management units are located at several different sites, it has a back-up IT system and because industry practices do not warrant such a policy.

3.5 OTHER SPECIFIC RISKS

Not applicable.

4. General information concerning the issuer

4.1 NAME AND REGISTERED OFFICE

VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - hereinafter referred to as "VMG" or "the company".

Registered office: 16 rue Volney, Paris 2^{ème}

4.2 TRADE AND COMPANY REGISTER

Vauban Mobilisations Garanties is registered in the Paris Trade Register under number RCS 399 343 300.

Code APE: 741 J

4.3 INCORPORATION AND EXPIRY DATE OF THE COMPANY

VMG was created on December 29, 1994 for a period of ninety-nine years.

4.4 GENERAL INFORMATION CONCERNING THE ISSUER

4.4.1 Legal form, applicable law, statutory auditors

VMG is a French limited company (*société anonyme*) with a Management Board (*Directoire*) and a Supervisory Board (*Conseil de Surveillance*), governed by Articles L. 210-1 *et seq.* of the French Commercial Code and the amended decree of March 23, 1967 that is now incorporated into the regulatory section of the French Commercial Code. Members of the Management Board come from Crédit Foncier de France. The majority of the members on the Supervisory Board do not have ties with Crédit Foncier de France.

Two different statutory auditors have audited VMG's accounts since 1997.

4.4.2 Governing law

VMG is governed by French law.

4.4.3 Corporate purpose

According to Article 3 of its articles of association, VMG's exclusive purpose in France and abroad is to:

- > invest in one or more debt securitization programmes by acquiring shares in *fonds communs de créances* (FCC Units)
- > reinvest the proceeds from FCC Units in securities and/or negotiable debt securities
- > conduct cash transactions, pursuant to Article L. 511-7 of the French Monetary and Financial Code, with entities in which it has direct or indirect ownership ties that give one of these entities effective control over the others

In connection with the foregoing acquisitions and cash transactions, the company may, subject to applicable laws and regulations:

- > raise funds, in France or abroad, by borrowing (including subordinated loans) or by issuing securities or negotiable debt securities
- > perform transactions on futures or options markets to hedge against risks arising from said acquisitions or refinancing
- > provide or obtain any securities or guaranties in connection with its business

The company may also perform any transaction that is directly or indirectly related to the aforementioned activities and that is likely to help it carry out said activities.

The company shall refrain from engaging in transactions stemming from its corporate purpose that are likely to cause the ratings on the securities issued by the company or debt contracted by it to be downgraded or withdrawn.

VMG's corporate purpose is limited to financial transactions involving the acquisition of assets and senior debt issues. Management guidelines for carrying out said transactions are dictated by Internal Regulations set forth in its articles of association. The Supervisory Board is responsible for ensuring that management guidelines are effectively and properly implemented. The Management Board discusses the implementation of management guidelines in the quarterly report it submits to the Supervisory Board.

4.4.4 General information concerning the capital

4.4.4.1 Change in capital holding structure and rights

The company's share capital may be increased or decreased at extraordinary general meetings as provided for by law.

Reductions in capital must be authorized during an Extraordinary General Meeting; the Management Board may duly be granted full authority to carry out authorized reductions.

4.4.4.2 Share capital

VMG's share capital at December 31, 2008 stood at €19,310,626.35 divided into 59,076 fully paid-up shares.

4.4.4.3 Non-issued authorized capital

Not applicable.

4.4.4.4 Shares other than equity shares (founders' shares, voting certificates)

Not applicable.

4.4.4.5 Equity warrants

Not applicable.

4.4.4.6 The company's share capital over the past five years

On June 9, 2005, after Crédit Foncier de France exercised an option to receive its payment of dividends in shares, the share capital was increased from €228,674 (two hundred and twenty-eight thousand six hundred and seventy-four euro) to €1,727,937.81 (one million seven hundred and twenty seven thousand nine hundred and thirty-seven euro and eighty one cents) and divided into 19,961 fully paid-up shares.

On June 12, 2006, after Crédit Foncier de France exercised an option to receive its payment of dividends in shares, the share capital was increased to €10,208,370 (ten million two hundred and eight thousand three hundred and seventy euro) and divided into 39,583 fully paid-up shares.

On June 25, 2007, after Crédit Foncier de France exercised an option to receive its payment of dividends in shares, the share capital was increased to €19,310,626.35 (nineteen million

three hundred ten thousand six hundred and twenty-six euro and thirty-five cents) and divided into 59,076 fully paid-up shares.

VMG's share capital remained unchanged in 2008.

5. Company financial position and developments

5.1 FCC UNITS

In 2008, VMG did not acquire any FCC senior securitization units and did not issue any debt securities.

After taking into account FCC repayments (scheduled repayments or prepayments of debt securities), and the early termination of three debt securitization funds whose residual assets represented less than 10% of their initial assets, outstanding shares of debt securitization funds, excluding accrued interest, amounted to €3,208.4 million at December 31, 2008, broken down as follows:

	Nominal value EUR	Quantity	Rate	Book value (K€)
PARTIMMO - 06/2000 (70% owner occupied – 30% investors)	2,430.85	115,242	5.80%	280,136
PARTIMMO - 10/2001 (63% owner occupied – 37% investors)	2,346.90	156,861	5.00%	368,137
PARTIMMO - 07/2002 (55% owner occupied – 45% investors)	2,899.30	113,511	5.20%	329,102
PARTIMMO - 10/2002 (61% owner occupied – 28% investors - 11% co-owners)	2,927.41	65,655	4.53%	192,199
PARTIMMO - 05/2003 (56% owner occupied – 41% investors - 3% co-owners)	3,960.10	89,407	4.00%	354,061
PARTIMMO - 11/2003 (68% owner occupied – 30% investors - 2% co-owners)	4,169.87	96,223	4.20%	401,237
ZEBRE ONE (68% owner occupied – 29% investors - 3% co-owners)	4,308.31	106,184	4.25%	457,474
ZEBRE TWO (48% owner occupied – 44% investors - 8% co-owners)	5,322.78	68,016	3.46%	362,034
ZEBRE 2006-01 (65% owner occupied – 35% investors)	7,366.81	62,991	4.30%	464,043
TOTAL				3,208,423

The average yield on FCC Units, which measures the ratio of interest earned to the average outstanding value of units, amounted to 4.48% in 2008. The average yield was 4.49% in 2007.

Change in the rate of unpaid loans (over 90 days) held by FCC:

	End-2007	End-2008
PARTIMMO - 06/2000	0,24 %	0,49 %
PARTIMMO – 10/2001	0,33 %	0,31 %
PARTIMMO – 07/2002	0,41 %	0,27 %
PARTIMMO – 10/2002	0,23 %	0,42 %
PARTIMMO – 05/2003	0,52 %	0,94 %
PARTIMMO – 11/2003	0,69 %	0,57 %
ZEBRE ONE	0,49 %	0,56 %
ZEBRE TWO	0,41 %	0,72 %
ZEBRE 2006-01	0,15 %	0,26 %

This represents an average rate of unpaid loans (over 90 days) of 0.5% in 2008 compared to 0.4% in 2007.

5.2 SUBORDINATED LOANS

At December 31, 2008 outstanding subordinated loans amounted to €3,208.42 million. In addition to these outstanding loans, issue repayment reserves amounted to €1,741.6 million.

Under normal amortization conditions, these subordinated loans are repaid as FCC Units are amortized, pursuant to Internal Regulations.

The remuneration of these loans amounted to €241.3 million in 2008.

The average rate of debt service on these subordinated loans was 4.10% in 2008. This rate was 4.11% in 2007.

5.3 ISSUES

VMG did not issue any bonds in 2008, though achieved its aims of maintaining its visibility and reputation with investors.

Outstanding VMG bond issues at December 31, 2008 are broken down as follows (€'000):

Issue date	Amount	Rate	Maturity
20/04/99	500,000	4.375	28/04/09
25/07/00	150,000	4.375	28/04/09
05/10/00	150,000	4.375	28/04/09
04/12/00	500,000	6.00	28/10/11
30/07/02	800,000	5.25	30/07/12
10/04/03	100,000	5.25	30/07/12
30/06/03	800,000	3.75	29/07/13
28/11/03	700,000	3.75	29/07/13
09/12/04	500,000	3.125	28/01/10
09/12/04	500,000	4.125	30/01/17
16/11/05	250,000	3.50	28/01/16
	4,950,000		

All expenses relating to issues (placement and guarantee commissions and other costs) are amortized over the life of the bonds. Amortized expenses for 2008 amounted to €1.64 million; at 31/12/2008, expenses that have yet to be amortized amounted to €3.96 million.

In 2008, VMG:

- > made coupon payments amounting to €289.8 million on issues
- > redeemed three issues totalling €1,600 million

5.4 LOANS AND NEGOTIABLE DEBT SECURITIES

VMG's issues allow it to raise funds to lend to Crédit Foncier or acquire NDSs issued by Crédit Foncier, in accordance with framework agreements governing these transactions.

At December 31, 2008 outstanding medium-term notes amounted to €4,916.3 million.

Accrued interest on these medium-term notes amounted to €116.5 million at December 31, 2008.

Purchases of NDSs, mainly from Crédit Foncier de France, were also made using cash available for investments from the current account and the Financial Instruments Account. At December 31, 2008 these investments amounted to €2,049.5 million and accrued interest on these products totalled €1.5 million.

5.5 INVESTMENT SECURITIES

Since July 2002, VMG no longer acquires UCITS shares. It does, however, purchase certificates of deposit. As in previous years, this item showed a zero balance at December 31, 2008.

5.6 PRESENTATION OF THE INCOME STATEMENT FOR THE YEAR ENDED DECEMBER 31, 2008

In millions of €

INCOME STATEMENT AT DECEMBER 31, 2008				
EXPENSES		INCOME		EARNINGS
Subordinated loan payments	155.36	FCC Unit income	163.53	12.69
Issue repayment reserve payments	85.99	Income from reinvested issue repayment reserve	90.51	
Interest on issues	256.37	Interest on loans and negotiable debt securities	269.68	0.07
Issuing expenses	13.38	Expenses attributable to other periods	-	
Cash collateral immobilisation fees	6.87	Income from reinvested issue remuneration provisions and compensation provisions	7.24	0.37
Other expenses	6.60	Income from reinvested current account deposits	2.61	3.70
		Other income	0.29	
				9.31

Net income for 2008 amounted to €9,309,957.45, after corporate income tax of €4,856,753 (compared to net income of €10,822,740.60 in 2007). Net income is relatively stable due to the matching of interest earned on assets held and expenses incurred on liabilities (refer to subsection 6.1.2.2).

6. Business Overview

6.1 PRESENTATION OF THE COMPANY

6.1.1 History and changes in corporate structure in recent years

VMG is a refinancing vehicle whose role is to refinance loan production at Crédit Foncier. It has the best ratings from Standard & Poor's, Moody's and FitchRatings.

This vehicle has a flexible and recurrent nature, which enables it to issue bonds on domestic and international markets. The proceeds are then repackaged to purchase negotiable debt securities issued by Crédit Foncier. These senior debt issues have received the best long-term ratings from the rating agencies.

VMG's corporate structure enables it to respond to the needs of Crédit Foncier while simultaneously ensuring the highest level of investor security.

6.1.2 company structure

6.1.2.1 Background

A group entity assigns some of its receivables to debt securitization funds (*fonds communs de créances*, FCC). Obligations issued by these FCCs (hereinafter known as "**FCC Units**") that have received or are likely to receive the highest ratings from the rating agencies are purchased by VMG. Subordinated units are purchased by the same group entity that assigned its receivables.

The acquisition of FCC Units is financed by subordinated loans. These subordinated loans are granted by the assigning entities pursuant to an agreement called the "**Subordinated Loan Master Agreement**" whose purpose is to provide VMG with a subordinated loan every time FCC Units are acquired. The subordinated loans' sole purpose is to finance purchases of FCC Units and to fund an Issue Repayment Reserve as set forth in subsection 6.1.2.2 i hereinafter.

VMG may, at any time, receive advances from Crédit Foncier de France pursuant to an agreement known as the "**Master Agreement on Subordinated Advances Credited to the Affiliate's Current Account**", the purpose of which is to finance charges incurred by VMG other than normal operating expenses.

VMG's purpose is to finance Crédit Foncier's securitization programmes; it thus operates on a Matching basis.

Given the quality of VMG's assets, the company can issue debt with the highest ratings in the form of either medium-term notes or bonds, in both domestic and international markets, or else obtain bank loans, the proceeds of which are then used to grant Loans to a group entity or to purchase NDSs issued by a group entity.

These Loans or NDSs have the same financial features as the senior debt issues (same amount and rate, with an annual premium of 0.01% to 0.02%, and the same amortization profile). Loans are granted by VMG pursuant to an agreement known as the "Loan Master Agreement"; negotiable debt securities are purchased by VMG pursuant to an agreement known as the "Subscription Master Agreement for Negotiable Debt Securities".

After taking into account a possible interest rate swap, the **Loan Master Agreement** and

the **Subscription Master Agreement for Negotiable Debt Securities** ensure that the terms and conditions of Loans that are granted or negotiable debt securities that are purchased match those of the senior debt issues.

In order to guarantee the repayment of senior debt issues, even in the event that CFF defaults on its Loan or NDS payments, VMG holds the FCC Units as assets in addition to investment securities in the Issue Repayment Reserve.

VMG has cash collateral invested in securities to guarantee that interest due on senior debt issues is paid if said interest is not covered by interest income from FCC Units or, if applicable, compensation provisions payable to investors in the event of early unwinding.

6.1.2.2 Entity operations

Pursuant to Article 16, paragraph 2 of the VMG articles of association, the company's "Internal Regulations" set forth the rules governing its operations. Members of the VMG Management Board must comply with these rules when performing transactions on behalf of the company. The VMG Supervisory Board ensures that the Management Board complies with the Internal Regulations.

The purpose of the Internal Regulations, whose main provisions are described hereinafter, is to:

1. define the characteristics of senior debt that VMG may issue against its assets
2. set forth the operational aspects of refinancing
3. facilitate decision-making by determining in advance the financial data that the Management Board must include in their reports to the Supervisory Board, reports used by the latter to monitor VMG's management.

The full text of the Internal Regulations is included in the appendix on page 81 of this reference document. Appendix 9 of the Internal Regulations includes an exhaustive glossary of the capitalized terms used in this report. However, the definitions of certain terms are also listed below to make it easier to read this reference document.

i) Matching Principle

> Outstanding FCC Units should exceed the value of outstanding Senior Debt Issues. However, in the event that FCC Units are amortized faster than Senior Debt Issues, any excess proceeds shall be held by VMG as reserves (hereinafter referred to as the "**Issue Repayment Reserve**"), so that the aggregate of outstanding FCC Units and the Issue Repayment Reserve shall always be greater than or equal to outstanding Senior Debt Issues.

For a more detailed description of the Issue Repayment Reserve, see the Internal Regulations (Sections 3.1.1.2 and 3.1.3).

> For the purpose of VMG's management, FCC Units, Subordinated Loans, Senior Debt Issues, Interest Rate Swap Agreements, Loans or Negotiable Debt Securities are aggregated within assets & liabilities management compartments (hereinafter referred to as "**ALM Compartments**") based on the interest rate and the method used to calculate their remuneration. There are as many ALM Compartments as there are remuneration methods authorized by the Internal Regulations.

For a more detailed description of the ALM Compartments, see the Internal Regulations (Section 3.3).

> For each ALM Compartment, interest earned on FCC Units should be higher than that paid out for Senior Debt Issues. If applicable, a provision for interest payments on senior debt (hereinafter referred to as the “**Issue Remuneration Provision**”) is set aside so that, if Crédit Foncier de France defaults on its interest payments for Loans or Negotiable Debt Securities, income from FCC Units plus the Issue Remuneration Provision is always sufficient to pay interest for Senior Debt Issues.

For a more detailed description of the Issue Remuneration Provision, see the Internal Regulations (Sections 3.1.1.1 and 3.1.2).

The Matching Principle described above is apparent on VMG's balance sheet and income statement, which can be broken down into categories of assets matched with liabilities or revenues matched with expenses. A specific income statement category corresponds to each balance-sheet category.

BALANCE SHEET		INCOME STATEMENT	
ASSETS	LIABILITIES	EXPENSES	REVENUE
FCC Units			Interest on FCC Units
Issue Repayment Reserve	Subordinated Loans	Interest on Subordinated Loans	Income from reinvested Issue Repayment Reserves
Loans, Negotiable Debt Securities	Senior Debt Issues	Interest on Senior Debt Issues	Interest on Loans and Negotiable Debt Securities
Issue Remuneration Provision			Income from reinvested Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions
Compensation Provision	Cash Collateral	Cash Collateral Immobilisation Fees	
Contingency losses	Advances	Contingency expenses	Contingency losses

> In the case of an Early Unwinding Event, as defined in the Internal Regulations, and in particular if Crédit Foncier de France defaults on its debt, senior debt issued by VMG shall no longer be repaid according to its original amortization schedule: the amortization schedule will be adjusted automatically. Senior debt will be rescheduled to coincide with the repayment profiles of FCC Units. A compensation payment shall be made, if applicable, to investors as compensation for losses represented by the difference between (i) the payment of the senior debt's face value at its scheduled maturity date and all scheduled interest payments, and (ii) the payment of principal and interest under the new repayment schedule. A compensation provision is set aside by VMG for this purpose (hereinafter referred to as the “**Compensation Provision**”).

For a more detailed description of the Compensation Provision, see the Internal Regulations (Section 3.1.2).

> Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions are financed by deposits, in the form of Cash Collateral, put up by Crédit Foncier de France and recognized in VMG's books. This collateral guarantees Crédit Foncier de France's obligation with respect to VMG, pursuant to an agreement known as the "Cash Collateral Master Agreement", to cover the cost of the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provision.

For a more detailed description of the Cash Collateral, see the Internal Regulations (Section 3.2.5).

> Cash balances in the Issue Repayment Reserve, Issue Remuneration Provision and Compensation Provision accounts are invested so that exposure to a loss of principal is virtually eliminated. Accordingly, such cash balances can only be invested in:

- Euro-denominated government bonds
- Euro-denominated debt securities with a due date and that are traded on a regulated market, or euro-denominated negotiable debt securities with a due date and that meet the following rating and maturity criteria:

	S&P
maturity > 1 year	AAA
60 days < maturity <= 1 year	A-1+
maturity <= 60 days	A-1

	Fitch
maturity > 1 year	AAA
1 month < maturity <= 1 year	AA- / F1+ (*)
maturity <= 1 month	A / F1

(*) VMG may invest cash with Crédit Foncier de France for a period in excess of one month if the investment would be repaid within thirty (30) days following a downgrade by Fitch below A/F1.

	Moody's	
	LT	ST (**)
maturity > 6 months	Aaa	Prime-1
6 months <= maturity > 3 months	Aa3	Prime-1
3 months <= maturity > 1 month	A1	Prime-1
maturity <= 1 month	A2	Prime-1

(**) excluding debt securities with a maturity of 1 month or less for which a single rating is necessary.

or

- Euro-denominated units in money market funds or shares in open-end money market investment companies, rated no lower than AAAM by Standard & Poor's, Aaa and MR1+ by Moody's and AAA/V1 or F1+ by Fitch.

Any other investment must be authorized by the Rating Agencies.

For a more detailed description of cash management rules, see the Internal Regulations (Section 3.2.8).

ii) *Timetable*

Cash receipts and disbursements are managed on a quarterly basis, from one Payment Date to the next. "**Payment Dates**" are January 28, April 28, July 28 and October 28 of each calendar year, with the understanding that, if any of the above dates is not a Business Day for EURONEXT and for credit institutions and financial institutions located in metropolitan France, the corresponding Payment Date is postponed to the next Business Day. Scheduled payments of interest and principal on FCC Units, Senior Debt Issues, Loans or Negotiable Debt Securities always coincide with Payment Dates.

Each quarter, no later than two weeks prior to a Payment Date, the VMG Management Board submits a quarterly management report to the Supervisory Board in which it reviews the events of the quarter, the payments due at the next Payment Date and management objectives for the next quarter.

The Supervisory Board validates the Quarterly Management Report in the two weeks that precede each Payment Date, authorizes payments to be made on the following Payment Date, and grants authority for management operations to be carried out during the following quarter.

iii) *Normal Amortization*

Under Normal Amortization conditions, the Management Board is authorized to perform certain investment, financing, guarantee, cash management and hedging transactions pursuant to existing master agreements that set forth the conditions governing each management operation. In the event of Early Unwinding, VMG's operations are entirely predetermined and the Management Board is given no leeway whatsoever to manage as it sees fit.

The Management Board has the authority to carry out the following operations:

- purchase FCC Units
- obtain Subordinated Loans
- request Financial Advances
- issue Senior Debt
- negotiate Interest Rate Swap Agreements
- obtain Cash Collateral
- grant Loans
- purchase Negotiable Debt Securities
- make certain investments and invest VMG cash balances

For a more detailed description of management operations, the general terms governing them, the conditions they are subject to and their guidelines see the Internal Regulations (Section 3.2).

Under Normal Amortization conditions, management operations are governed by the following principles:

> At any time during a given quarter, the Management Board may acquire FCC Units within the limits of the authority granted by the Supervisory Board at the end of the previous quarter; acquisitions are at face value and are financed by Subordinated Loans granted by the assigning entity.

> At any time during a given quarter, the Management Board may issue Senior Debt within the scope of the authority granted to it by the Supervisory Board at the end of the previous quarter. A Senior Debt Issue must (i) bear interest at a rate computed in accordance with the rules contained in the Internal Regulations or (ii) otherwise be subject to an Interest Rate Swap Agreement pursuant to which VMG undertakes to pay the counterparty interest at a rate computed in accordance with the rules contained in the

Internal Regulations and receives all of the interest payments generated by the Senior Debt Issue from the counterparty.

> Proceeds from the Senior Debt Issue must be used to provide Loans to the group entity or to purchase Negotiable Debt Securities issued by the assigning entity for the same amount, term and interest rate (with a premium of 0.01% or 0.02% per year) as the Senior Debt Issue in question (taking into account, if applicable, Interest Rate Swap Agreements).

> Payments due on Senior Debt recognized in an ALM Compartment are settled using the proceeds from Loans or Negotiable Debt Securities in the same ALM Compartment. VMG's flow of funds for Senior Debt repayment is as follows:

- for each ALM Compartment, the amounts received by VMG from interest and commissions on current Loans or Negotiable Debt Securities are allocated to the payment of commissions, recurring expenses, and then to interest on the Senior Debt Issues (taking into account, if applicable, Interest Rate Swap Agreements).
- for each ALM Compartment, principal payable on the Senior Debt Issues is settled using the amounts received by VMG from the repayment of principal on Loans or Negotiable Debt Securities.

For a more detailed description of allocation rules under Normal Amortization conditions, see the Internal Regulations (Section 3.3.1).

> On each Payment Date, whenever the Outstanding Principal on Senior Debt Issues exceeds the Outstanding Principal on FCC Units, based on the redemption of FCC Units as at that date, part of the proceeds from said redemption, representing the difference between the Outstanding Principal on the Senior Debt Issues and the Outstanding Principal on the FCC Units, shall first be allocated to the Issue Repayment Reserve.

Any remaining proceeds from the redemption of FCC Units shall be used to repay Subordinated Loans.

> On each Payment Date under normal amortization conditions, VMG shall pay interest on its Subordinated Loans to the Group entity. This interest payment, apart from the fixed portion, depends on the interest earned on FCC Units and interest income from invested Issue Repayment Reserves.

> On each Payment Date, VMG shall pay a Cash Collateral Immobilization Fee using proceeds from invested Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions.

For a more detailed description of Normal Amortization conditions, see the Internal Regulations (Sections 2.3 and 3.3.1).

iv) Early Unwinding

Should an Early Unwinding event occur, VMG's course of operations is as follows:

> VMG may no longer acquire FCC Units or issue any new Senior Debt.

> Interest payable by VMG for each Senior Debt Issue or each Interest Rate Swap Agreement is increased, if necessary, by the interest rate premium stipulated in that Senior Debt Issue or Interest Rate Swap Agreement.

> Interest and principal on Senior Debt Issues become payable on each Payment Date subject to the amount of funds available on that Payment Date, so that all sums payable on those Senior Debt Issues are settled when due using proceeds from FCC Units and, if applicable, other sums available to VMG from compensation payments and provisions included among VMG's assets.

- > No payment of principal or interest is due, or shall be made, on Subordinated Loans, Cash Collateral or Financial Advances as long as there are still outstanding payments to be made on Senior Debt Issues.
- > Whenever applicable, holders of Senior Debt and counterparties to Interest Rate Swap Agreements are entitled to Compensation Payments up to the amount set aside as Compensation Provisions at the time of the Early Unwinding event.
- > VMG's cash receipts are recognized under an ALM Compartment's FCC Units before recognizing cash disbursements for Senior Debt Issues of the same ALM Compartment.
- > For each ALM Compartment, interest income from FCC Units must first be appropriated to the payment of commissions, then to recurring expenses and subsequently to interest on Senior Debt Issues (taking into account, if applicable, Interest Rate Swap Agreements).
- > For each ALM Compartment, proceeds from the repayment of principal on FCC Units must be allocated to the sequential repayment of Senior Debt Issues according to their remaining term to maturity (the shorter-term Senior Debt Issues being repaid first). The nominal value of each Interest Rate Swap Agreement has the same amortization schedule as the Senior Debt Issue it is associated with.
- > Any sums received from the group entity as repayment of principal or interest on current negotiable debt securities and loans are booked to reserves and may be used, if necessary, to remunerate and repay Senior Debt Issues of other ALM Compartments. After senior debt has been fully remunerated and repaid, the amount remaining in the ALM Compartment is booked to reserves and may be used to remunerate and repay Senior Debt Issues of other ALM Compartments.

For a more detailed description of an Early Unwinding event and the appropriation of cash balances, see the Internal Regulations (Sections 2.4 and 3.3.2).

6.1.2.3 Parties

a) Subcontracting management

VMG has delegated authority to Crédit Foncier to carry out on its behalf the legal and financial acts required to fulfil VMG's obligations, under the conditions set forth in an agreement known as the "**Subcontracting Agreement**" and in compliance with the Internal Regulations.

Crédit Foncier, in its capacity as the subcontractor, provides accounting, legal and administrative management services for authorized transactions and reports monthly to the Management Board.

b) Relations between the Management Board and the Supervisory Board

The relationship between the two VMG management and supervisory bodies has been set forth in section 4 of the Internal Regulations.

6.1.3 Income

6.1.3.1 Income for the year - appropriation

Net income for the year ended December 31, 2008 was €9,309,957.45 (compared to €10,822,740.60 for the previous year).

- Income for the year	€9,309,957.45
- Retained earnings from the previous year	€17,859,846.14
Sum to allocate	€27,169,803.59

Net income for the year is allocated as follows:

- Dividend distribution	€23,028,268.96
- Legal reserve	€465,497.87
- Retained earnings	€3,676,036.76
Sum allocated	€27,169,803.59

This dividend distribution represents €389.81 net per share.

In accordance with the provisions of Article 243 *bis* of the French General Tax Code (*Code général des impôts*), the dividend paid to individual shareholders is eligible for the 40% tax allowance stipulated in Article 158, paragraphs 2 and 3 of said code.

Dividend payment in shares

Pursuant to Article 42 of the articles of association, the Management Board will propose to the General Meeting the granting to shareholders of the option to receive the dividend payment for the financial year ended 31 December 2008 in the form of shares (second resolution). This option will apply to the full dividend payment. In accordance with the law, the Management Board calculated the issue price by dividing the amount of shareholders' equity stated on the 2008 balance sheet, which is subject to approval, and after the distribution, by the number of outstanding shares. The issue price per share therefore amounted to €417.94.

Although the dividend amount does not correspond to a full number of shares, shareholders may obtain the full number of shares rounded down plus a cash balance.

Shareholders that request from the company the dividend payment in shares may exercise their option from June 19, 2009 to July 10, 2009 inclusive. After this deadline, the dividend will be paid in cash, on July 15, 2009. Shares issued as a dividend payment will be created and take effect from January 1, 2009.

6.1.3.2 Earnings table for the last five years

This report displays a table of the company's results for each of the last five accounting periods, in accordance with the provisions of Article R225-103 of the French Commercial Code.

company earnings for the last five years
(Articles R225-82, R225-83 and R225-102 of the French Commercial Code)

INFORMATION (€)	FINANCIAL YEAR 01-01-2004 TO 31-12-2004	FINANCIAL YEAR 01-01-2005 TO 31-12-2005	FINANCIAL YEAR 01-01-2006 TO 31-12-2006	FINANCIAL YEAR 01-01-2007 TO 31-12-2007	FINANCIAL YEAR 01-01-2008 TO 31-12-2008
FINANCIAL POSITION AT YEAR END					
Share capital	228,674.00	1,727,937.81	10,208,370.00	19,310,626.35	19,310,626.35
Number of shares issued	15,000	19,961	39,583	59,076	59,076
Number of convertible bonds					
OVERALL RESULTS FROM OPERATIONS					
Revenue excluding tax (1)	633,698,492.30	660,906,146.71	653,204,091.97	614,864,217.80	526,098,049.14
Earnings before tax, amortization and provisions	11,294,312.44	19,584,462.33	13,609,788.89	14,484,014.16	12,524,651.09
Corporate income tax	3,066,275.00	5,921,592.00	5,464,186.00	5,654,759.00	4,856,753.00
Earnings after tax, amortization and provisions	5,647,958.94	11,078,048.17	10,480,073.03	10,822,740.60	9,309,957.45
Earnings distributed (2)	1,500,000.00	8,483,425.00	9,104,090.00	-	-
EARNINGS FROM OPERATIONS, PER SHARE					
Earnings after tax, but before amortization and provisions	548.54	684.48	205.79	149.46	129.80
Earnings after tax, amortization and provisions	376.53	554.98	264.76	183.20	157.59
Dividend per share (2)	100.00	425.00	230.00	-	-
PERSONNEL					
Average number of employees	-	1.25	1.00	1.00	1.00
Total employee salaries	-	123,472.23	30,000.00	12,499.98	20,000.04
Total benefits (Social security, other staff benefits etc.)	-	34,335.84	8,436.43	3,431.60	6,123.85

(1) Given VMG's usual activity, the notion of revenue displayed in this table includes revenue earned for expense rebilling services as well as financial income from FCC Units, loans and NDS investments.

(2) During the years ended 31/12/2007 and 31/12/2008, no interim dividend was paid out.

6.1.4 Geographical presence

VMG operates exclusively out of its registered office.

6.2 INFORMATION ON TRENDS

6.2.1 Recent events

VMG did not record any recent events that significantly impact the evaluation of its solvency. In 2008, there was no issuance or purchase of securitization vehicles known as FCTs (*Fonds Communs de Titrisation*)

VMG's Internal Regulations were amended in 2008 to take into account:

- current restrictions by Rating Agencies regarding investing cash
- changes in regulations relating to securitization (the *Fonds Communs de Créances* will be replaced by the securitization vehicles known as *Fonds Communs de Titrisation*)
- the disappearance of Entenial following the merger with Crédit Foncier de France.

6.2.2 Outlook for the future

Alongside Compagnie de Financement Foncier, VMG will remain a refinancing vehicle for Crédit Foncier, and for GCE Covered Bonds in Groupe Caisse d'Epargne, using its strengths, which include the absence of exposure to liquidity risk.

6.2.2 Material events

No material events have affected VMG's financial or commercial situation between March 6, 2009, the date the financial statements were drawn up by the Management Board, and the date this reference document was filed.

7. Organization chart

7.1 DESCRIPTION OF THE GROUP AND THE ISSUER'S ROLE

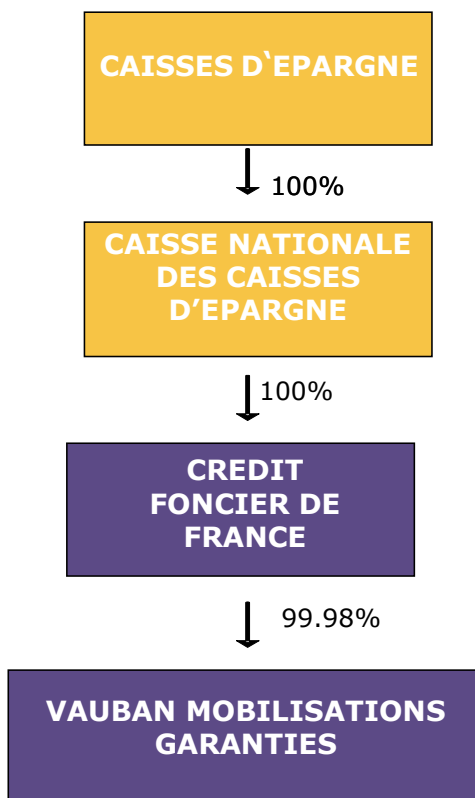
Crédit Foncier has a majority stake in Vauban Mobilisations Garanties (VMG).

VMG is one of Crédit Foncier's two, triple-A rated refinancing vehicles alongside Compagnie de Financement Foncier.

As a result of transactions affecting the capital of its own majority shareholder, VMG is now integrated into its parent company, Crédit Foncier (Groupe Caisse d'Épargne). At December 31, 2008, Crédit Foncier de France held 99.98% of VMG's capital, corresponding to 59,068 shares.

Focus on Vauban Mobilisations Garanties' status within Groupe Caisse d'Épargne

At March 31, 2009:



7.2 INTERDEPENDENCE WITH OTHER GROUP ENTITIES

VMG is tied to Crédit Foncier de France by financial agreements that are listed in Chapter 10 of this document. Said agreements do not make VMG financially dependent on Crédit Foncier but could have a material impact on the structure described in article 6.1.2. If Crédit Foncier were to default on its obligations under these agreements or if said agreements were not renewed, this would result in an early unwinding, the consequences of which are described in Chapter 6 of this document and in the Internal Regulations.

8. Administrative, management and supervisory bodies (*)

8.1 MEMBERS OF THE MANAGEMENT AND SUPERVISORY BOARDS

VMG is run by a Management Board under the authority of a Supervisory Board.
For a more detailed description of these bodies, see the Internal Regulations (Chapters 2 and 4).

8.1.1 Corporate officers and business addresses

8.1.1.1 Members of the Management Board and the Supervisory Board

Management Board

- **Sandrine Guérin** (Member of the Board since October 21, 2004 and Chairperson since April 20, 2005)
Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy - 94220 Charenton-le-Pont
- **Alain CARRON** (Chief Executive Officer and member of the Board since January 26, 2007)
Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy - 94220 Charenton-le-Pont
- **Frédéric Chassot** (Member of the Board since January 26, 2007)
Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy - 94220 Charenton-le-Pont
- **Paul Dudouit** (Member of the Board since July 24, 2008)
Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy - 94220 Charenton-le-Pont

Supervisory Board

- **Gérard Barbot** (member of the Supervisory Board since April 22, 2004 and Chairman since June 22, 2004)
3, chemin de la Brèche – 78750 Mareil Marly
- **François-Xavier de Fournas, deceased on March 30, 2008** (member of the Supervisory Board since July 13, 2004 and Deputy Chairman of the Supervisory Board since October 21, 2004)
14, rue Jean Richepin – 75116 Paris
- **Antoine Coutière** (Non-voting member of the Supervisory Board since June 18, 2007)
7, rue Gustave Nadaud – 75116 Paris
- **Thierry Dufour** (member of the Supervisory Board until June 28, 2006 and now Permanent Representative of Crédit Foncier and member of the Board)
Crédit Foncier de France
4, quai de Bercy - 94220 Charenton-le-Pont
- **Pierre Vajda** (member of the Supervisory Board since January 26, 2007)
26 rue Campestre - 06400 Cannes
- **Robert Raymond** (member of the Supervisory Board since January 26, 2007)
5 rue de Beaujolais - 75001 Paris

() The company's administrative and supervisory bodies operate according to corporate governance practices in force in France*

8.1.1.2 List of corporate officers

In compliance with Article L. 225-102-1, paragraph 3 of the French Commercial Code, a list of corporate officers and positions held in other companies by each of the Supervisory Board and Management Board's members is provided below:

Members of the Management Board

- **Sandrine Guérin**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
FINANCIÈRE DESVIEUX - SA	Chief Executive Officer
COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER - SA	Deputy CEO, Director
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Chairperson of the Management Board
OFFICES AS DIRECTOR AND SUPERVISORY BOARD MEMBER	
company	Position
FONCIER COURT TERME - SICAV	Director (until October 27, 2008)
FONCIER PARTICIPATIONS	Director
SWISS PUBLIC FINANCE SOLUTIONS - SA	Director
OTHER OFFICES AND POSITIONS	
company	Position
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Financial Operations Director
FHE	Representative of CFF
ECBC	Deputy Chairman

- **Alain Carron**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Management Board member - Chief Executive Officer
OTHER OFFICES AND POSITIONS	
company	Position
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Chief Officer for Securitization

- **Frédéric Chassot**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Management Board member
OTHER OFFICES AND POSITIONS	
company	Position
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Deputy Chief Officer for Internal Securitization

- **Paul Dudouit**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Management Board member
OTHER OFFICES AND POSITIONS	
company	Position
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Deputy Director - Primary Market

Supervisory Board members

- **Gérard Barbot**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Chairman of the Supervisory Board
OFFICES AS DIRECTOR AND SUPERVISORY BOARD MEMBER	
company	Position
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Director
ODDO ET CIE - SACA	Member of the Supervisory Board
LA BANQUE POSTALE - SACS	Member of the Supervisory Board
LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT - SACS	Member of the Supervisory Board
GEOPOST - SA	Director
OTHER OFFICES AND POSITIONS	
company	Position
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Member of the Strategic Committee
GCI - SACA	Manager

- **François-Xavier de Fournas**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
BANQUE INTERNATIONALE DE COMMERCE (GROUPE BRED BANQUE POPULAIRE)	Vice-Chairman of the Supervisory Board
SOCIETE D'HLM " LE FOYER POUR TOUS"	Vice-Chairman
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Vice-Chairman of the Supervisory Board
OFFICES AS DIRECTOR AND SUPERVISORY BOARD MEMBER	
company	Position
BERGERAT-MONNOYEUR	Member of the Management Board
FONCIER EXPERTISE SA	Director

- **Thierry Dufour**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
COMPAGNIE DE FINANCEMENT FONCIER - SA	Chairman and CEO
CREDIT FONCIER DE FRANCE - SA	Deputy CEO
COMPTOIR FINANCIER DE GARANTIE - SA	Chief Executive Officer
OFFICES AS DIRECTOR AND SUPERVISORY BOARD MEMBER	
company	Position
CICOBAIL - SA	Permanent Representative of Crédit Foncier, Director
COMPAGNIE FONCIERE DE CREDIT - SA	Permanent representative of Crédit Foncier, Director
FINANCIÈRE DESVIEUX - SA	Director
FONCIER EXPERTISE - SAS (SA until 12/12/2008)	Director until 12/12/2008
PICARDIE-BAIL - SA (merger/absorption)	Representative of Crédit Foncier, Director until 17/12/2008
SOCRELOG - SA (TUP)	Director until 17/12/2008
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Permanent Representative of Crédit Foncier, Member of the Supervisory Board
OTHER OFFICES AND POSITIONS	
SCI VALENCE	Legal Representative of Crédit Foncier, Manager until 31/12/2008

- **Robert Raymond**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
BANQUE D'ESCOMPTE	Director and Chairman of the Audit Committee
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Member of the Supervisory Board

- **Pierre Vajda**

EXECUTIVE OFFICES	
company	Position
CREDIT MUNICIPAL DE PARIS-BANQUE	Director and Chairman of the Board of Directors
ASSOCIATION POUR LE DROIT A L'INITIATIVE ECONOMIQUE	Director
VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES - SACS	Member of the Supervisory Board

8.1.1.3 Corporate officers' remuneration

Summary of total remuneration and benefits received by corporate officers during the year ended December 31, 2007 from the company, subsidiaries of the company as per Article L. 233-16 of the French Commercial Code or from its parent company as per the same article.

Remuneration paid to members of the Supervisory Board in 2008

Remuneration, options and shares awarded to each executive corporate officer		
	2007	2008
Ms Sandrine Guérin Management Board member Chairman of the Management Board	585,047	632,047
Mr Alain Carron Management Board member Chief Executive Officer	440,064	425,376
Remuneration due for the financial year	0	0
Valuation of options awarded during the financial year	0	0
Valuation of performance shares awarded during the financial year	0	0
TOTAL	1,025,111	1,057,423

Summary of remuneration of each executive designated company representatives				
Ms Sandrine GUERIN Deputy Chief Executive Officer	2007		2008	
	Totals due	Total distributed	Totals due	Total distributed
Base salary	0	246,924	0	264,284
Variable pay	0	326,500	0	347,000
Exceptional remuneration	0	7,873	0	14,013
Directors' fees	0	3,750	0	3,750
Advantages in kind	0	0	0	3,000
TOTAL		585,047		632,047

Summary of remuneration of each executive designated company representatives				
Mr Alain CARRON Member of the Management Committee Executive Director	2007		2008	
	Totals due	Total distributed	Totals due	Total distributed
Base salary	0	205,678	0	210,066
Variable pay	0	230,000	0	201,987
Exceptional remuneration	0	4,386	0	13,323
Directors' fees	0	0	0	0
Advantages in kind	0	0	0	0
TOTAL		440,064		425,376

Remuneration of each non-executive corporate officer		
Non-executive corporate officer	Amounts paid during the 2007 financial year	Amounts paid during the 2008 financial year
Gérard Barbot	19,950	21,500
Directors' fees 1	6,750	7,500
Other remuneration 1	13,200	14,000
François-Xavier de Fournas	7,200	1,050
Directors' fees 2	3,000	0
Other remuneration 2	4,200	1,050
Pierre Vajda	3,750	3,000
Directors' fees 3	3,750	3,000
Other remuneration 3	0	0
Robert Raymond	3,750	3,000
Directors' fees 4	3,750	3,000
Other remuneration 4	0	0
Thierry Dufour	563,461	467,208
Directors' fees 5	10,000	11,500
Other remuneration 5	553,461	455,708
Crédit Foncier de France	3,750	1,500
Directors' fees 6	3,750	1,500
Other remuneration 6	0	0
Antoine Coutière	2,250	3,000
Directors' fees 7	2,250	3,000
Other remuneration 7	0	0
Frédéric Chassot	184,454	194,856
Directors' fees 8	0	0
Other remuneration 8	184,454	194,856
Paul Dudouit	Not a Board member in 2007	182,907
Directors' fees 9		0
Other remuneration 9		182,907
TOTAL	788,565	878,021

Summary of remuneration of each executive designated company representatives	Employment contract		Supplementary retirement programme		Compensation or benefits due or likely to be due under a termination or change in position		Compensation relative to a non compete-clause	
	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No
Sandrine GUERIN Chairman of the Management Board Term of office start date: 20/04/2005 Management Board member Term of office start date: 21/10/2004		X		X		X		X
Alain Carron Chief Executive Officer Term of office start date: 26/01/2007 Management Board member Term of office start date: 26/01/2007		X		X		X		X

8.2 Conflicts of interest at administrative, management and supervisory bodies

There are no conflicts of interest between the obligations of members of the Issuer's Management and Supervisory Boards and their personal interests.

9. Main shareholders

9.1 OWNERSHIP OF CAPITAL AND VOTING RIGHTS

9.1.1 Ownership of capital and voting rights

At December 31, 2008, Crédit Foncier de France held 99.98% of VMG's capital, corresponding to 59,068 shares. The balance of the outstanding VMG shares, representing 0.02% of the share capital, is divided among all the members of the VMG Supervisory Board and other individuals.

No shares entitle their holders to double voting rights and none of the shares have been pledged.

9.1.2 Control of the Issuer

At December 31, 2008, VMG was controlled and consolidated by Crédit Foncier de France, which holds a 99.98% equity interest in the company.

9.1.3 Corporate organization chart

VMG is a direct subsidiary of Crédit Foncier (Groupe Caisse d'Épargne). For more information about Crédit Foncier de France, see Crédit Foncier de France's reference document filed with the French Financial Markets Authority. This document is available on the latter's website (www.amf-france.org).

9.2 COMPANY SHARES HELD BY THE DIRECTORS

Each member of the Supervisory Board must own at least one share of the company. There are no outstanding equity warrants or options to purchase company shares.

9.3 AGREEMENTS

The Supervisory Board has authorized, in accordance with Article L. 225-86 of the French Commercial Code, the following agreements to be signed, pursuant to VMG's Internal Regulations (included in this reference document starting on page 81):

- > subordinated Loan Master agreement
- > loan Master agreement
- > subscription Master agreement for Negotiable Debt Securities
- > cash Collateral Master agreement
- > master agreement on Subordinated Advances Credited to the Associates' Current Account
- > subcontracting agreement
- > general Master agreement
- > cash Management agreement
- > Crédit Foncier's collateral agreement on variable rate loans

These agreements or contracts were all renewed by Crédit Foncier de France.

9.4 EMPLOYEE PROFIT SHARING

At December 31, 2008, VMG did not have its own staff. The company did not have any incentive scheme or profit-sharing plan. In addition, there were no subscription warrant or share purchase plans at December 31, 2008.

10. Financial information concerning the issuer's assets & liabilities, financial position and earnings

10.1 VMG'S HISTORICAL FINANCIAL INFORMATION

Audited VMG accounts for the period ended December 31, 2008:

BALANCE SHEET (in euro)	Financial year 2008			Financial Year 2007
	Gross	Amortization / Provisions	Net	Net
ASSETS				
LONG-TERM LOANS AND INVESTMENTS				
Other equity holdings	3,208,423,226.39	-	3,208,423,226.39	4,421,091,489.54
Accrued interest on equity holdings	25,097,088.60	-	25,097,088.60	34,660,062.63
Total I	3,233,520,314.99	-	3,233,520,314.99	4,455,751,552.17
CURRENT ASSETS				
Trade receivables	-	-	-	-
Other receivables	5,654,759.00	-	5,654,759.00	-
Negotiable debt securities	7,083,910,765.89	-	7,083,910,765.89	9,054,796,353.37
Available-for-sale securities	-	-	-	-
Cash	97,727.48	-	97,727.48	268,470.65
Deferred expenses	3,524,579.47	-	3,524,579.47	4,544,958.85
Total II	7,093,187,831.84	-	7,093,187,831.84	9,059,609,782.87
Accruals – issuing expenses	3,957,888.69	-	3,957,888.69	5,599,948.05
Redemption premiums	34,319,551.64	-	34,319,551.64	47,008,121.35
GRAND TOTAL	10,364,985,587.16	-	10,364,985,587.16	13,567,969,404.44

	Financial year 2008		Financial year 2007
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY			
SHAREHOLDERS' EQUITY			
Share capital		19,310,626.35	19,310,626.35
Legal reserve		1,237,934.46	696,797.43
Retained earnings		17,859,846.14	7,578,242.57
Income for the previous year		-	-
Income for the year		9,309,957.45	10,822,740.60
Total I		47,718,364.40	38,408,406.95
PROVISIONS			
Provisions		-	-
Total II		-	-
LIABILITIES			
Bonds issued		5,067,198,530.28	6,701,649,229.04
Loans and long-term debt		5,224,885,377.29	6,793,745,771.73
Trade accounts payable		175,362.50	186,067.48
Taxes payable		2,821.23	193,087.55
Other liabilities		-	-
Deferred income		25,005,131.46	33,786,841.69
Total III		10,317,267,222.76	13,529,560,997.49
GRAND TOTAL		10,364,985,587.16	13,567,969,404.44

Description of certain asset items

	(in euro)	
	31/12/2008	31/12/2007
Trade receivables		
Customers - services rendered	-	-
Customers - invoices to be issued	-	-
	-	-
Other receivables		
VAT deductible on goods & services	-	-
VAT on invoices not yet received	-	-
VAT - credit to carry forward	-	-
Miscellaneous receivables	-	-
Current account - CFF tax group	-	-
State - Corporate income tax	5,654,759.00	-
State - Minimum corporate income tax	-	-
	5,654,759.00	-
Negotiable debt securities		
Negotiable certificates of deposit	2,049,536,205.00	2,389,800,047.00
Accrued interest on negotiable certificates of deposit	1,537,154.28	10,220,376.24
Medium-term notes - CFF	4,916,306,417.00	6,503,951,317.00
Accrued interest on medium-term notes - CFF	116,530,989.61	150,824,613.13
	7,083,910,765.89	9,054,796,353.37
Accruals		
Issuing expenses	3,957,888.69	5,599,948.05
Deferred expenses on bonds	-	-
	3,957,888.69	5,599,948.05
Bond redemption premiums		
Bond redemption premiums	30,895,616.83	42,638,415.47
Deferred expenses on bonds	3,423,934.81	4,369,705.88
Bond issue premiums	-	-
	34,319,551.64	47,008,121.35

Description of certain liability items

	(in euro)	
	31/12/2008	31/12/2007
Other bonds		
<i>Other bonds</i>	4,950,000,000.00	6,550,000,000.00
<i>Issue premiums for other bonds</i>	3,244,431.92	4,173,255.16
<i>Accrued interest on other bonds</i>	113,954,098.36	147,475,973.88
	5,067,198,530.28	6,701,649,229.04
Other borrowings		
<i>CFF cash collateral</i>	236,571,762.00	195,267,211.00
<i>Issue repayment reserve</i>	1,741,576,773.61	2,128,908,510.46
<i>Subordinated loans</i>	3,208,423,226.39	4,421,091,489.54
<i>Accrued interest on CFF cash collateral</i>	249,463.86	1,301,160.83
<i>Accrued interest on reinvested CFF issue repayment reserves</i>	9,365,164.23	14,250,340.40
<i>Interest due on subordinated loans (IF + IVA)</i>	23,842,234.20	32,927,059.50
<i>Current account – CFF tax group</i>	4,856,753.00	-
	5,224,885,377.29	6,793,745,771.73
Trade accounts payable		
<i>Suppliers, purchases</i>	-	-
<i>Suppliers – invoices not yet received</i>	175,362.50	186,067.48
	175,362.50	186,067.48
Taxes payable		
<i>Payroll taxes</i>	2,165.67	2,244.58
<i>Staff – other accrued expenses</i>	246.00	153.75
<i>State - corporate income tax</i>	-	190,573.00
<i>VAT collected</i>	-	-
<i>VAT to be disbursed</i>	-	-
<i>VAT on invoices to be issued</i>	-	-
<i>State - accrued expenses</i>	409.56	116.22
	2,821.23	193,087.55
Other liabilities		
<i>Director's fees & other remuneration</i>	-	-
<i>CFF suspense account</i>	-	-
<i>Shareholders – dividends payable</i>	-	-
	-	-

INCOME STATEMENT	FINANCIAL YEAR 2008	FINANCIAL YEAR 2007
(in euro)	(12 MONTHS)	(12 MONTHS)
REVENUE FROM OPERATIONS		
Services	275.534,70	274.534,70
Net revenue	275.534,70	274.534,70
Deferred expenses	-	-
Other revenue	-	-
TOTAL OPERATING REVENUE	275.534,70	274.534,70
OPERATING EXPENSES		
Other purchases and expenses	1.572.917,50	1.596.480,48
Taxes and assessments	111.974,60	110.970,15
Salaries and wages	20.000,04	12.499,98
Payroll taxes	6.123,85	3.431,60
Amortization and accruals	-	-
Provisions for current assets	-	-
Other expenses	28.550,00	37.650,00
TOTAL OPERATING EXPENSES	1.739.565,99	1.761.032,21
OPERATING INCOME	-1.464.031,29	-1.486.497,51
INVESTMENT INCOME		
Income from equity holdings	163.533.778,26	222.063.844,47
Income from negotiable certificates of deposit and medium-term notes	370.050.067,03	399.857.354,47
Other interest income	19.391,42	55.243,39
Deferred expenses	-	-
Net income from the sale of investment securities	-	-
TOTAL INVESTMENT INCOME	533.603.236,71	621.976.442,33
FINANCIAL EXPENSES		
Amortization and provisions	13.384.858,00	14.171.704,34
Interest	504.587.636,97	589.840.740,88
Issuing expenses	-	-
Other interest expense	-	-
TOTAL FINANCIAL EXPENSES	517.972.494,97	604.012.445,22
FINANCIAL INCOME	15.630.741,74	17.963.997,11
REVENUE BEFORE TAXES	14.166.710,45	16.477.499,60
EXCEPTIONAL INCOME		
On management operations	-	-
On capital operations	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
Reversals on depreciation, provisions and deferred expenses	-	-
TOTAL EXCEPTIONAL EXPENSES	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
EXCEPTIONAL EXPENSES		
On management operations	-	-
On capital operations	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
TOTAL EXCEPTIONAL EXPENSES	1.212.668.263,15	1.142.475.269,35
EXCEPTIONAL ITEMS	-	-
TAXES ON PROFITS	4.856.753,00	5.654.759,00
TOTAL INCOME	1.746.547.034,56	1.764.726.246,38
TOTAL EXPENSES	1.737.237.077,11	1.753.903.505,78
ANNUAL REVENUE	9.309.957,45	10.822.740,60

Description of certain income statement items (in euro)

31/12/2008

31/12/2007

Production sold (goods & services)

Services rebilled to CFF	274,534.70	274,534.70
	274,534.70	274,534.70

Income from negotiable certificates of deposit and medium-term notes

Revenue from medium-term notes	261,922,742.95	308,127,111.61
Premium/discount on medium-term notes	7,761,330.85	7,331,515.84
Revenue from negotiable certificates of deposit	100,365,993.23	84,398,727.02
	370,050,067.03	399,857,354.47

Other purchases and expenses

CFF subcontracting commission	304,898.03	304,898.03
General outsourcing	1,388.74	1,357.13
Fees	157,643.96	78,446.36
Legal fees and litigation	232.51	1,259.01
Miscellaneous	5,168.87	117.21
Legal notices, inserts and advertising	2,508.67	3,486.56
Publications	-	23,920.00
Travel expenses	-	696.50
Receptions	-	-
Banking services	-	-
Commissions on security transactions (buy, sell, hold)	120,000.00	90,000.00
Annual issue commissions	500.00	-
Other fees & commissions	275,534.70	274,534.70
CFF mandate and cash management commissions	352,521.01	408,882.49
Commission for Foncier securitization mandate	352,521.01	408,882.49
	1,572,917.50	1,596,480.48

Taxes and assessments

Local business tax	55.00	55.00
Payroll tax	1,673.35	758.40
Apprenticeship & training tax	246.25	156.75
Minimum corporate income tax	110,000.00	110,000.00
	111,974.60	110,970.15

Salaries and wages

Wages & salaries	20,000.04	12,499.98
Bonuses & incentives	-	-
	20,000.04	12,499.98

Payroll taxes

URSSAF (social security contribution collection agency)	4,330.22	2,710.79
Pension funds	1,079.63	720.81
ASSEDIC (unemployment insurance)	714.00	-
	6,123.85	3,431.60

Amortization and provisions

Amortization of debt redemption premiums	11,742,798.64	12,178,218.90
Amortization of issuing expenses	1,642,059.36	1,993,485.44
	13,384,858.00	14,171,704.34

Interest expense

Interest on subordinated loans	241,345,632.73	281,399,903.41
Interest on borrowings & related debt	256,370,072.31	300,651,591.44
Interest on current accounts and deposits	-	-
Interest on CFF cash collateral	6,871,931.93	7,789,246.03
	504,587,636.97	589,840,740.88

Notes to the Financial Statements

Notes to the balance sheet before appropriation of earnings for the year ended December 31, 2008, showing total assets of €10,364,985,587.16 and notes to the income statement, showing revenue of €1,746,547,034.56 and net income of €9,309,957.45

This financial year consisted of a twelve-month period from January 1, 2008 to December 31, 2008.

The notes are located on Pages 46 to 57 below.

The accounting methods and calculations used for the annual financial statements are identical to those used for the previous year's statements.

I - HIGHLIGHTS OF THE 2008 FINANCIAL YEAR

The business highlight for the company from the 2008 financial year was as follows:

- On January 1, 2008 VMG was included in the tax group headed by Crédit Foncier.

II - PRINCIPLES

1. Operating principles

VMG is a refinancing vehicle belonging to the Crédit Foncier group whose role is to issue debt secured by the latter's loans.

VMG issues debt in the form of investment securities, negotiable debt securities or bank loans. The proceeds from these issues are then lent to Crédit Foncier or used to purchase negotiable debt securities issued by Crédit Foncier.

To ensure the reimbursement of its senior debt, VMG holds high quality assets comprised of FCC Units financed by subordinated loans granted by Crédit Foncier.

VMG's balance sheet and income statement illustrate the principle behind securitized refinancing.

The Internal Regulations governing VMG's activities stipulate the rules the Management Board must follow to respect this principle. They also stipulate the means and procedures by which Supervisory Board carries out its oversight role.

The financial position displaying the balance sheet's main items is reported in accordance with the following pro-forma model (in millions of euro):

	31/12/08	31/12/07	31/12/06		31/12/08	31/12/07	31/12/06
FCC Units	3,234	4,456	5,605	Subordinated Loans	3,232	4,454	5,603
<i>(Other equity holdings)</i>				Issue	1,751	2,143	1,497
				Repayment Reserve			
				<i>(Borrowings)</i>			
Loans	-	-	-	Bond issues	5,067	6,702	7,213
<i>(Loans and accrued interest)</i>				Money market issues	-	-	-
Negotiable debt securities and accrued interest	5,033	6,655	7,163	<i>(borrowings)</i>			
Short-term cash investments	2,051	2,400	1,748	Cash collateral	237	197	209
				<i>(borrowings)</i>			

2. Accounting principles

Generally accepted accounting principles, including the principle of prudence, that adhere to the following basic assumptions have been used for the financial statements:

- Business continuity
- Permanence of accounting methods from one year to the next
- Periodicity

These principles comply with general rules for establishing and presenting financial statements.

A – Equity holdings (securities and receivables)

Equity holdings correspond to senior securitization units recognized at face value after taking into account amortization since their date of acquisition.

Receivables on the above holdings consist of accrued interest at December 31, 2008.

These assets are broken down as follows:

	Nominal value EUR	Quantity	Rate	Book value (€'000)
PARTIMMO - 06/2000 (70% owner occupied – 30% investors)	2,430.85	115,242	5.80%	280,136
PARTIMMO - 10/2001 (63% owner occupied – 37% investors)	2,346.90	156,861	5.00%	368,137
PARTIMMO - 07/2002 (55% owner occupied – 45% investors)	2,899.30	113,511	5.20%	329,102
PARTIMMO - 10/2002 (61% owner occupied – 28% investors - 11% co-owners)	2,927.41	65,655	4.53%	192,199
PARTIMMO - 05/2003 (56% owner occupied – 41% investors - 3% co-owners)	3,960.10	89,407	4.00%	354,061
PARTIMMO - 11/2003 (68% owner occupied – 30% investors - 2% co-owners)	4,169.87	96,223	4.20%	401,237
ZEBRE ONE (68% owner occupied – 29% investors - 3% co-owners)	4,308.31	106,184	4.25%	457,474
ZEBRE TWO (48% owner occupied – 44% investors - 8% co-owners)	5,322.78	68,016	3.46%	362,034
ZEBRE 2006-01 (65% owner occupied – 35% investors)	7,366.81	62,991	4.30%	464,043
SUB-TOTAL				3,208,423
Accrued interest				25,097
TOTAL				3,233,520

B – Negotiable debt securities

- These include medium-term notes issued by Crédit Foncier and purchased by VMG pursuant to the provisions of the Subscription Master Agreement for Negotiable Debt Securities.

At December 31, 2008, VMG held the following Crédit Foncier medium-term notes:

(in thousands of euro)

Purchase date	Amount	Rate	Maturity
20/04/99	494,645	4.56	28/04/09
25/07/00	148,421	4.56	28/04/09
05/10/00	148,421	4.56	28/04/09
04/12/00	496,269	6.14	28/10/11
30/07/02	791,713	5.42	30/07/12
10/04/03	98,962	5.42	30/07/12
30/06/03	797,218	3.81	29/07/13
28/11/03	697,430	3.81	29/07/13
09/12/04	496,745	3.29	28/01/10
09/12/04	497,890	4.19	30/01/17
16/11/05	248,593	3.586	28/01/16
	4,916,306		

- This item also includes Negotiable Certificates of Deposit purchased by reinvesting cash balances from cash collateral (€65.57 million) and the Issue Repayment Reserve (€1,921.26 million), as well as accrued interest at December 31, 2008.

C – Available-for-sale securities

At December 31, 2008, VMG held no available-for-sale securities.

D – Borrowings and bonds

Borrowings and bonds are recognized at their redemption value. Borrowing expenses (placement commissions, brokerage fees, other expenses) are amortized over the life of the debt. Expenses that have not yet been amortized are recognized under the item "Accruals - issuing expenses".

Redemption premiums on borrowings are amortized over the life of the borrowings. Issue premiums are recognized as "issue premiums" under the "Bonds" item.

Interest expense is determined under the accruals concept based on the yield to maturity and recognized as "Deferred expenses on bonds" under the "Bond redemption premiums" item.

No bonds were issued in 2008.

Outstanding VMG issues at December 31, 2008 were as follows:

(In thousands of euro)

Issue date	Amount	Rate	Maturity
20/04/99	500,000	4.375	28/04/09
25/07/00	150,000	4.375	28/04/09
05/10/00	150,000	4.375	28/04/09
04/12/00	500,000	6.00	28/10/11
30/07/02	800,000	5.25	30/07/12
10/04/03	100,000	5.25	30/07/12
30/06/03	800,000	3.75	29/07/13
28/11/03	700,000	3.75	29/07/13
09/12/04	500,000	3.125	28/01/10
09/12/04	500,000	4.125	30/01/17
16/11/05	250,000	3.50	28/01/16
	4,950,000		

III - NOTES TO THE BALANCE SHEET AND INCOME STATEMENT

Statement of assets

Item	Gross value at year start	Increase	Decrease	Gross value at year end
Equity holdings and accrued interest	4,455,751,552	163,533,778	1,385,765,015	3,233,520,315
Loans and accrued interest	-	-	-	-
Total	4,455,751,552	163,533,778	1,385,765,015	3,233,520,315

Accrued income

AMOUNT OF ACCRUED INCOME INCLUDED UNDER THE FOLLOWING ITEMS	Amount	
	31/12/2008	31/12/2007
- Other equity holdings	25,097,089	34,660,063
- Loans	-	-
- Trade receivables	-	-
- Negotiable debt securities - Medium-term notes	116,530,990	150,824,613
- Negotiable debt securities - Negotiable Certificates of Deposit	1,537,154	10,220,376
	143,165,232	195,705,052

Share capital

ITEM	Number
- Shares outstanding at year start	59,076
- Shares outstanding at year end	59,076

Maturity schedule of receivables

ITEM	GROSS AMOUNT	MATURITY	
		1 year or less	More than 1 year
Long-term loans and investments			
- FCC Units (a)	3,208,423,227	215,921,552	2,992,501,675
- Accrued interest on equity holdings	25,097,089	25,097,089	
- Loans			
- Accrued interest on loans			
Current assets			
- Trade receivables			
- Personnel and accounts payable			
- Negotiable Debt Securities - Medium-term notes	4,916,306,417	791,487,000	4,124,819,417
- Negotiable Debt Securities – Negotiable Certificates of Deposit	2,049,536,205	2,049,536,205	
- Accrued interest on Negotiable Debt Securities	118,068,144	118,068,144	
- State - Value added tax			
- State - advance corporate income tax	5,654,759	5,654,759	
- Current account – advance corporate income tax			
TOTAL	10,323,085,840	3,205,764,748	7,117,321,092
More than 5 years			2,946,402,290

(a) These amounts are calculated based on theoretical repayment schedules. The nature of receivables held by the FCC and the theoretical rate of repayment thereof make it impossible to state what receivables mature in more or less than one year.

Maturity schedule of liabilities

ITEM	GROSS AMOUNT	MATURITY	
		1 year or less	More than 1 year
Liabilities			
- Outstanding bonds and accrued interest	5,067,198,530	914,860,224	4,152,338,307
- Other borrowings	-	-	-
- Subordinated loans and accrued interest (a)	4,983,207,398	1,990,705,723	2,992,501,675
- Cash collateral and accrued interest	236,821,225	236,821,225	-
- Trade payables	175,363	175,363	-
- Social security debts	2,166	2,166	-
- Tax debts			
- Corporate income tax (tax consolidation)	4,856,753	4,856,753	-
- Value Added Tax	-	-	-
- Other taxes	656	656	-
- Other debts	-	-	-
<i>Of which, dividends payable -</i>	-	-	-
TOTAL	10,292,262,091	3,147,422,110	7,144,839,982
More than 5 years:			2,949,919,790

(a) Proceeds from subordinated loans are used to finance purchases of FCC Units. Repayment of these loans is governed by VMG's Internal Regulations. Maturities of more or less than one year shown above correspond to the theoretical maturity schedule of the FCC Units.

Breakdown of accruals at December 31, 2008				
	Total at 31/12/2007	Increase in 2008	Amortization 2008	Balance sheet amount
- Issuance costs	5,599,948		1,642,059	3,957,889
Total	5,599,948		1,642,059	3,957,889

Breakdown of bond redemption premiums				
	Total at 31/12/2007	Increase in 2008	Amortization 2008	Balance sheet amount
- Redemption premiums	42,638,415		11,742,799	30,895,617
- Deferred expenses	4,369,706		945,771	3,423,935
Total	47,008,121		12,688,570	34,319,552

Breakdown of deferred income and expenses at December 31, 2008				
	Total at 31/12/2007	Increase in 2008	Amortization 2008	Balance sheet amount
- Deferred expenses (Premiums on CFF medium-term notes)	4,544,959		1,020,379	3,524,579
- Deferred income (Discounts on CFF medium-term notes)	33,786,842		8,781,710	25,005,131

Accrued expenses

AMOUNT OF ACCRUED EXPENSES INCLUDED UNDER THE FOLLOWING ITEMS	Amount	
	31/12/08	31/12/07
- Bonds	113,954,098	147,475,974
- Other borrowings and financial debts – Other debt	-	-
- Other borrowings and financial debts - Subordinated debt	33,207,398	47,177,400
- Other borrowings and financial debts – Cash collateral	249,464	1,301,161
- Other borrowings and financial debts – Corporate income tax (tax group)	4,856,753	-
- Trade accounts payable	175,363	186,067
- Tax debts	2,821	193,088
- Other debts	-	-
	152,445,897	196,333,690

Elements under several balance sheet items

ITEM	Amount concerning	
	Affiliated companies	Associated companies
- Loans and accrued interest	-	-
- Trade receivables	-	-
- Other receivables (current account – tax group)	-	-
- Negotiable Debt Securities and accrued interest	7,083,910,766	-
- Other borrowings and financial debts	5,224,885,377	-
- Trade accounts payable	51,802	-
- Tax debts	-	-
- Other liabilities (dividends)	-	-
	12,308,847,945	-

Elements under several income statement items

ITEM	Amount concerning	
	Affiliated companies	Associated companies
- Services rendered	275,535	-
- Income from Negotiable Certificates Of Deposit and medium-term notes	370,050,067	-
- Other purchases and expenses	777,419	-
- Interest on subordinated loans	241,345,633	-
- Interest on cash collateral	6,871,932	-
- Corporate income tax	4,856,753	-
	624,177,338	-

Deferred expenses

Expenses related to issues incurred during the financial year are recognized under "Accruals – issuing expenses" through the deferred expenses account. These expenses are then amortized on a straight-line basis over the life of the debt.

Extraordinary gains and charges

The FCC Units held by the company are recognized as financial assets. Accounting rules applicable to trading companies require that gains and charges from the disposal of fixed assets be reported as extraordinary items.

As the Units are redeemable at their face value, extraordinary gains of €1,212.67 million for the 2008 financial year offset extraordinary charges of €1,212.67 million from the impairment of long-term loans and investments, resulting in no extraordinary income.

Financial commitments

COMMITMENTS MADE	Amount
- Deposit of FCC Units and re-invested cash balances from cash collateral and the Issue Repayment Reserve into a Financial Instruments Account. This account has been pledged as a guarantee of the timely payment to banks and counterparties to interest rate swap agreements of any sums payable on bonds or other debt securities issued by VMG.	5,195,259,431
COMMITMENTS RECEIVED	None

Tax group

On January 1, 2008 VMG became part of the tax group headed by Crédit Foncier.

The corporate income tax charge recognized by VMG in respect of 2008 was €4,856,753.

Changes in deferred taxes

No deferred tax liabilities or timing differences existed at December 31, 2008.

IV - ADDITIONAL INFORMATION

The accounts of VMG are fully consolidated into those of its parent company, Crédit Foncier.

The total remuneration for members of the management and supervisory bodies amounted to €48,550.04 for the year 2008. The statutory auditors' fees (excluding taxes) for the 2007 and 2008 financial years are as follows:

Audit	KPMG		PricewaterhouseCoopers	
	2008	2007	2008	2007
Statutory audit and review of the individual accounts	41,000	40,000	41,000	40,000
Other services directly associated with the auditor's role	10,000	20,000	10,000	20,000
Total	51,000	60,000	51,000	60,000

V - CASH FLOW STATEMENT

CASH FLOW STATEMENT (In euro)	31/12/2008	31/12/2007
Operational activities		
Net income for the year before tax	14,166,710	16,477,500
Adjustments		
Depreciation and amortization of property, equipment, and intangible assets	-	-
Changes in impairment	-	-
Changes in provisions	-	-
Income from equity holdings	-163,533,778	-222,063,844
Interest expense on subordinated loans	246,230,809	281,399,903
Other income adjustments	14,015,325	10,468,913
Changes in customer receivables	0	0
Changes in short-term investment securities portfolio	1,587,644,900	497,964,000
Changes in other assets	-5,654,759	372,877
Changes in debts payable to banks and customers	-	-
Net issues of debt securities	-1,600,000,000	-500,000,000
Changes in other liabilities	41,103,580	630,375,213
Corporate income tax paid	-4,856,753	-5,654,759
Total cash flows from operational activities	129,116,034	709,339,803
Investment activities		
Proceeds from the disposal of:		
Long-term financial assets (FCC Units)	1,212,668,263	1,142,475,269
Tangible and intangible fixed assets	-	-
Disbursements for the acquisition of:		
Long-term financial assets (FCC Units)	-	-
Tangible and intangible fixed assets	-	-
Financial income from long-term financial assets (FCC Units)	173,096,752	228,971,356
Other	-	-
Total cash flows from investing activities	1,385,765,015	1,371,446,625
Financing activities		
Cash contribution to capital	0	621,824
Dividends distributed	0	-620,665
Net changes in subordinated loans	-1,600,000,000	-1,142,475,269
Interest expense on subordinated loans	-255,315,634	-287,962,039
Other changes	-	-1,744
Total cash flows from financing activities	1,855,315,634	1,430,437,894
Increase/decrease in cash and cash equivalents	-340,434,585	650,348,535
Cash and cash equivalents at the beginning of the year	2,390,068,518	1,739,719,983
Cash and cash equivalents at the end of the year	2,049,633,932	2,390,068,518
BREAKDOWN OF CASH AND CASH EQUIVALENTS (In euro)	31/12/2008	31/12/2007
Cash and cash equivalents	2,049,633,932	2,390,068,518
Cash, central bank, post office accounts	97,727	268,471
Certificates of deposits acquired with cash	2,049,536,205	2,389,800,047

Notes to the cash flow statement of Vauban Mobilisations Garanties

The main method used was to analyze balance sheet movements by comparing the 2008 and 2007 audited and published financial statements. The breakdown of the cash flow statement into different sections is based on details provided in the notes to the financial statements of the years in question, including both the notes to the balance sheet as well as the income statement.

This document takes into account VMG's special status as a refinancing vehicle. Operational activities are therefore presented using the indirect method and include purchases of medium-term notes issued by VMG's parent company, Crédit Foncier de France, and refinancing operations involving senior debt issues whose proceeds are used to purchase said notes. VMG's main activity is to provide Crédit Foncier with the funds it needs to finance its loan origination business.

VMG's investment activities consist of purchasing FCC Units which serve as collateral for the senior debt issues mentioned above.

Finally, financing activities include transactions involving shareholders' capital and Subordinated Loans granted by Crédit Foncier de France for the purchase of FCC Units serving as collateral for bond issues.

Cash is defined as:

- cash on hand or demand deposits with credit institutions
- or negotiable certificates of deposits acquired by VMG by reinvesting cash collateral and issue repayment reserves.

10.2 VERIFICATION OF HISTORICAL FINANCIAL INFORMATION

KPMG Audit
Immeuble KPMG
1, cours Valmy
92923 Paris La Défense Cedex

**PricewaterhouseCoopers
Audit**
63, rue de Villiers
92200 Neuilly-sur-Seine

This is a free translation into English of the statutory auditor's report issued in French and is provided solely for the convenience of English-speaking users. The statutory auditor's report includes information specifically required by French law in such reports, whether modified or not. This information is presented below the opinion on the financial statements and includes an explanatory paragraph discussing the auditor's assessments of certain significant accounting and auditing matters. These assessments were considered for the purpose of issuing an audit opinion on the financial statements taken as a whole and not to provide separate assurance on individual account captions or on information taken outside of the financial statements.

This report should be read in conjunction with, and construed in accordance with, French law and professional auditing standards applicable in France.

Vauban Mobilisations Garanties S.A.

Registered office: 16, rue Volney – 75002 Paris
Share capital: €19,310,626

Statutory auditors' general report

For the year ended December 31, 2008

Ladies and Gentlemen,

In compliance with the assignment entrusted to us by shareholders voting during your general meeting, we hereby report to you, for the year ended December 31, 2008, on:

- the audit of the accompanying financial statements of Vauban Mobilisations Garanties S.A.;
- the justification of our assessments;
- the specific verifications and information required by French law.

These financial statements have been approved by the Board of Directors. Our role is to express an opinion on these financial statements based on our audit.

1 - Opinion on the annual financial statements

We conducted our audit in accordance with professional standards applicable in France. Those standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the financial statements are free of material misstatement. An audit involves performing procedures, on a test basis or by selection, to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting principles used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as the overall presentation of the financial statements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

In our opinion, the financial statements give a true and fair view of the Company's financial position and its assets and liabilities, as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting rules and principles applicable in France.

2 - Justification of our assessments

In accordance with the requirements of article L.823-9 of the French Commercial Code ("Code de commerce") relating to the justification of our assessments, we inform you that the assessments made by us focused on the appropriateness of the accounting principles used and the reasonableness of the significant estimates made for the closing.

These assessments were made in the context of our audit of the financial statements, taken as a whole, and therefore contributed to the formation of the opinion expressed in the first part of this report.

3 - Specific verifications and information

We have also performed the specific verifications required by law.

We have no matters to report regarding:

- the fair presentation and the consistency with the financial statements of the information given in the management report of the Management Board, and in the documents addressed to the shareholders with respect to the financial position and the financial statements,
- the fair presentation of the information given in the management report of the Management Board in respect of remunerations and benefits granted to the relevant directors and any commitments given to them in connection with, or after, their appointment, termination or change in function.

Paris La Défense and Neuilly-sur-Seine, April 27, 2009

KPMG Audit

Department of KPMG S.A.

Rémy Tabuteau
Partner

PricewaterhouseCoopers Audit

Anik Chaumartin
Partner

Report from the Chairperson of the Supervisory Board pursuant to Article L. 225-68 of the French Commercial Code

To the Shareholders,

In accordance with Article L. 225-68 paragraph 7 of the French Commercial Code, this report will provide information about:

- > conditions surrounding the preparation and organization of the Supervisory Board's work
- > internal control procedures implemented by the company

I - CONDITIONS SURROUNDING THE PREPARATION AND ORGANISATION OF THE SUPERVISORY BOARD'S WORK

Members of the Supervisory Board

VMG's Supervisory Board has four to seven members.

At December 31, 2008, it had four members and one non-voting member.

Information about the members of the Supervisory Board is included in a table annexed to this report.

Role of the Supervisory Board

The Supervisory Board exercises permanent control over the management of the company by the Management Board. It carries out verifications and controls that it deems appropriate at any time of the year and can request any documents that it considers necessary to accomplish its mission.

VMG's activity in 2008 consisted of refinancing Crédit Foncier for the latter's retail lending activities.

This refinancing process is based on senior debt issues that are guaranteed by FCCs comprised of receivables from Crédit Foncier's portfolio. An "early unwinding" provision guarantees that investors will be reimbursed if Crédit Foncier defaults on its obligations. The entire process for these guaranteed issues is governed by Internal Regulations. The Supervisory Board is responsible for ensuring that VMG and Crédit Foncier's Management Boards comply with these regulations.

The Supervisory Board verifies that company transactions comply with provisions set forth in the Internal Regulations. It looks specifically at the following operations:

- > acquisitions of FCC Units
- > issue authorizations
- > the authorization of payments at each quarterly Payment Date

In addition it examines the annual statement drawn up by the statutory auditors using the company's management accounting software as requested by the company, and it examines the company accounts established by the Management Board.

Meetings of the Supervisory Board

During its meeting on January 20, 2003, the Supervisory Board adopted Internal Regulations that outlined procedures for the way it functions and, in particular, how members of the Supervisory Board can participate in meetings via videoconferencing technology.

The Supervisory Board shall meet as often as the interests of the company require and at least four times a year.

The Supervisory Board met four times in 2008: on January 24, April 23, July 24, and October 23.

Each Board member received on time the notice of meeting and all documents and information necessary to accomplish his or her mission.

Members' rate of attendance was 86%.

Apart from the annual work mentioned above, the Supervisory Board also discussed the following issues during its meetings in 2008:

- > the outlook for VMG
- > the authorization of the agreements subject to the provisions set forth in Article L. 225-86 of the French Commercial Code
- > variable-rate loans
- > the appointment of a member of the Management Board to replace a member who had resigned
- > the renewal of the terms of office of members of the Management Board
- > the renewal of the term of office of the Chairman of the Management Board
- > the renewal of the term of office of the Chief Executive Officer
- > the draft agreements amending the documents relating to FCC in the context of measures relating to variable-rate loans
- > the approval of the amendments to the Internal Regulations and the resulting amendments to the articles of association

Members of the Supervisory Board, including the non-voting member, are paid directors' fees, in accordance with the rules recommended by CNCE. The amount of directors' fees is set at a predetermined figure per meeting and weighted for each director depending on his/her effective attendance in relation to the number of meetings over the year, subject to a maximum limit.

Participation of shareholders in general meetings

The general meeting of shareholders is convened according to the procedure determined by French legislation.

- The calling of the general meeting: the company publishes a notice of the meeting in the French official journal for legal notices (BALO) at least 35 days prior to the meeting date.

All shares are held as registered shares and shareholders are notified of general meetings by individual letter. Any shareholder can attend a general meeting subject to the conditions provided for under the law.

There are no provisions granting multiple voting rights.

II – INTERNAL CONTROL PROCEDURES PUT IN PLACE BY THE COMPANY

Control principles and context at Groupe Caisses d'Epargne

VMG's sole purpose is to finance Crédit Foncier de France by purchasing the latter's medium-term notes and putting up senior FCC Units as collateral that are in turn financed by taking out subordinated loans from Crédit Foncier.

VMG's structure is governed by Internal Regulations approved by the Supervisory Board and the Rating Agencies.

VMG has no staff of its own, but relies on the resources and methods of its parent company to ensure that its administrative, accounting and financial management duties are accomplished. A subcontracting agreement has been signed between VMG and Crédit Foncier de France setting out the terms which govern the relationship between the two aforementioned companies, notably audit and control missions.

As a result, internal control procedures used at VMG are the same as those used by the Crédit Foncier group.

In compliance with regulatory requirements, the executive board of Crédit Foncier is responsible for defining and implementing the internal control system. This system encompasses all procedures, systems and controls required to achieve company objectives, comply with laws, regulations and general or Group rules, as well as ensure that all the risks to which the company is exposed are properly managed. The structure of these control systems is to a large extent defined by regulations. This system relies on various levels of ongoing controls which are exercised by departments or individuals that are independent of the operations they are auditing as well as on periodic controls carried out by designated departments.

As the central entity, CNCE determines ongoing and periodic control requirements for other entities of the Caisses d'Epargne Group.

On January 29, 2009 Crédit Foncier became a wholly-owned subsidiary of CNCE, whose stake at year-end 2008 stood at 76.6%. Crédit Foncier is thus subject to CNCE's system of controls, including its resources, organization and guidelines.

Crédit Foncier is also periodically audited by CNCE's General Inspection Department in order to assess its control systems.

1. Organization of internal controls: connections and coherence of roles among different actors

The effectiveness of internal controls depends on a clear division of the roles and responsibilities of different governance structures as well as on that of the various ongoing operational control entities and finally on the establishment of periodic control procedures.

- **Corporate Governance**

VMG's Supervisory Board elects a Chairman among its members, who organizes and directs the work of the Board. The Supervisory Board ensures that VMG's management bodies function properly and that the Internal Regulations are respected.

VMG's management is the responsibility of a management board composed of four members including a Chairman who is assisted by a Chief Executive Officer. The Chairman and Chief Executive are vested with the broadest powers to act in all circumstances on behalf of VMG within the limits of the corporate purpose, and subject to the powers expressly attributed by law at general meetings. They represent the company in its relationships with third parties.

- **Ongoing control**

Ongoing controls depend on:

- First level operational controls which are the responsibility of the departments in charge of processing operations
- Controls performed by dedicated units within the structures, or even by specialized structures.

They also rely on the organizational separation of functions and powers.

Internal controls within the Crédit Foncier Group are divided into different levels:

- ❖ First level ongoing operational control is the responsibility of the operating units' staff or managers as well as designated units. They are listed in procedural and operating manuals. Unit heads are responsible for producing and updating these manuals.

The largest departments have dedicated control units that are responsible for implementing and performing first level ongoing controls and qualifying control levels for operational processes.

For example, the Accounting Control Unit (*Service Contrôle Comptable*) of the Accounting Department is responsible for reviewing accounts. It provides both internal and cross-functional ongoing controls for business activities.

Crédit Foncier departments have designated posts dedicated to VMG.

- ❖ Second level ongoing controls are the responsibility of non-operating units, namely:
 - Risk Department: this entity is responsible for measuring, managing and monitoring loan and counterparty risks as well as financial and operational risk.
 - Compliance and Ongoing Control Department: this department is responsible for controlling non-compliance risks and investment departments; its responsibility for ongoing control was added in 2007. It also covers the activities of the Ethics Officer (ethics and money laundering).
 - Head of Information Systems Security: in 2004, the Crédit Foncier group created the position of Head of Information Systems Security, a post that reports directly to management.

The responsibilities of the Head of Information Systems Security are threefold:

 - define a policy for the security of information systems
 - supervise a network of contacts within the various entities of the company
 - provide assistance and advice to the IT Department with respect to security issues

The ongoing control system of the Crédit Foncier group is highly structured: a formal system, known as the Risk Control System (*Dispositif de Maîtrise des Risques*), was created in each unit.

The Ongoing Control Committee was created in late 2007. Its main missions are to:

- ensure that ongoing controls for business activities are comprehensive and well-organized and that monitoring and risk management systems are effective (including RCS oversight)
- coordinate actions to manage risks, ensure compliance of internal procedures and transactions, and ensure the quality and availability of information processed by the IS as well as the security of such systems
- oversee the resolution of malfunctions identified by the General Inspection Department and the implementation of recommendations.

Chaired by the Chief Executive Officer of Crédit Foncier, it meets at least five times per year and comprises representatives of control functions. The minutes of its meetings are submitted to Crédit Foncier's Audit Committee.

❖ The role of the SCF and VMG Oversight Department

For VMG: "The SCF and VMG Oversight Department", part of the Financial Operations Department, is in charge of ongoing control for all processes affecting VMG (most notably, quality control for procedures).

❖ Organizational principles for delegations and the separation of functions

▪ **Principle of the separation of functions**

- the units in charge of transactional commitments and the units in charge of their accounting approval, settlement as well as oversight and control of related risks are independent from one another.
- the independence of the control units *vis-à-vis* the operating units is ensured by:
 - Oversight of counterparty, financial and operational risks by the Risk Department
 - Accounting controls by the General Accounting Department and its dedicated unit
 - Ethics and compliance functions of the Compliance, Ongoing Control and Ethics Department
 - Periodic control functions of the General Inspection Department

▪ **Delegation system for initiating and monitoring transactions**

The delegation system at Crédit Foncier ensures that decisions, based on the magnitude of the risks they present, are made at an appropriate level within the company (involvement of the competent decision-making committees or internal delegation systems).

Specialized committees are responsible for decisions that are not made by the executive board and that exceed the delegations granted to operational managers. Among these committees, the most important are:

- National Loan Committee: authorizes loans exceeding the powers delegated to the operating units and business committees.
- Risk Committee: monitors overall changes in counterparty risks and the ensuing decisions (scoring rules, delegations and limits).
- National Committee of Sensitive Operations: manages strategy and makes decisions regarding substantial debts that are either in difficulty or exposed to risk.
- Asset and Liability Management Committee: analyses ALM indicators and makes the ensuing decisions.
- Tariff Committee: sets financial terms and conditions of loans.
- Agreement Oversight Committee: oversees the interpretation and application of agreements, verifies that the outcome is fair and suggests any necessary changes.

■ **Oversight and risk measurement**

Information related to interest rate risk and liquidity risk is reported quarterly to VMG's Supervisory Board. This is required by the management rules set forth in VMG's Internal Regulations.

2. Periodic control carried out by the General Inspection Department

■ **Organization and resources of the General Inspection Department**

Evaluating ongoing control systems is the responsibility of Crédit Foncier's General Inspection Department, which at end-2008 was comprised of 24 employees.

This department reports to VMG's Chief Executive Officer and the Audit Committee. Information on its activities is made available to the Network Head (CNCE) and the Banking Commission.

An annual audit plan is prepared by the General Inspection Department, together with the CNCE General Inspection Department, and then approved by Crédit Foncier's executive management and submitted to its Audit Committee for approval.

It falls under the responsibility of the General Inspection Department, and is covered by a multi-annual plan that takes into account a maximum audit cycle of four years. The major shareholder's audit function helps carry out the annual audit plan.

During the year, investigations or specific assignments may be carried out on request from the Chief Executive Officer. The assignments undertaken and the monitoring of the ensuing recommendations are reported to Crédit Foncier's executive management and Audit Committee, and, if applicable, to VMG's Management Board and Supervisory Board if the assignments directly involve the company or form part of Crédit Foncier's annual audit plan and may have an impact on VMG's activities.

▶ **Inspection assignments conducted in 2008**

Most of these assignments had been included in the annual audit plan approved by Crédit Foncier's Audit Committee on December 5, 2007, and concerned various sectors of the Crédit Foncier group and the oversight of regulatory projects:

- Branch network
- Public sector loans
- Financial management
- Development and Commitments
- Logistics
- Subsidiaries.

The General Inspection Department did not carry out any assignments specific to VMG in 2008.

However, CNCE General Inspection Department completed several assignments on Crédit Foncier relating, in particular, to the "private corporate" business and on the application of Basel II to the securitization units held. In addition, the French Banking Commission undertook controls on the variable-rate loans and on RMBS.

► Follow-up on recommendations from previous assignments

A centralized management database is used to administer the recommendations of the General Inspection Department and the other control bodies (Banking Commission, AMF, CNCE General Inspection Department, statutory auditors). The procedure for following up on recommendations, which is carried out quarterly by the General Inspection Department, is based on declarations by the units audited together with a percentage completion figure for the recommendations. If necessary a new deadline is given together with an action plan. The actions taken need to be corroborated by records kept at Crédit Foncier's audited unit.

The actions taken by Crédit Foncier's audited units are subject to consistency controls by the General Inspection Department. A summary is then forwarded to Crédit Foncier's executive management and Crédit Foncier's Audit Committee.

These follow-up procedures, which have not changed since 2007, were applied during the first three quarters of the 2008 financial year.

A new system was implemented during the last quarter to significantly increase the overall efficacy of the recommendation implementation process.

This change, validated by Crédit Foncier's executive management, is based on:

- In "technical and resources" terms:
 - regular dissemination of full statistics (operational since September 2008)
 - a new, centralized management database application available via the Intranet (Spring 2009), following rationalization of the database information
 - additional resources for the implementation of recommendations (in place).

- In terms of coordination:
 - an unchanged principle of follow-up based on declarations by Departments and Business Lines of the percentage implementation of recommendations and the setting if applicable of new deadlines
 - more precise nomenclature for rating recommendations with the creation of a "key recommendation" concept, which groups together the main 4* and 3* recommendations, which are monitored more closely by the operational and functional Directors
 - a six-monthly report monitoring the actions undertaken in relation to the audited entity
 - follow-up on each recommendation deadline, implemented in practice by monthly exchanges
 - reviews every four months with the Division Heads and the General Inspection Department on the status and implementation of recommendations by the Departments and Business Lines
 - regular (monthly) reports to the Internal Control Committee, which may intervene in the case of a significant delay in the implementation of recommendations
 - Quarterly reports to the Audit Committee (unchanged).

In addition, when audit assignments are undertaken, the auditors carry out an on-site check of the recommendations made and if necessary reiterate them to the relevant departments.

3. Audit of accounting and financial statements

▪ **Role of CNCE**

The CNCE Group Regulations and Consolidation Department conducts standardization, supervision, appraisal, oversight, forecasting, regulatory watch and representation missions for the Group's prudential, accounting and fiscal matters.

In this capacity, it defines and updates the Group's accounting standards by implementing accounting rules and methods across all Group entities. These rules and methods include generic accounting schemas for operations and are summarized in a manual used by all the Group's entities, which is updated regularly based on changes in accounting regulations. Furthermore, the rules for preparing half-year and annual financial statements are announced separately to harmonies accounting procedures and statements among the different companies in the Group.

▪ **Organization of the accounting function at the Crédit Foncier group**

Accounting at the Crédit Foncier group is performed by the General Accounting Department, which is responsible for preparing balance sheets, income statements, notes to the financial statements and regulatory reports concerning the different companies in the Group.

Pursuant to the subcontracting agreement, Crédit Foncier's General Accounting Department is in charge of VMG's accounting.

The entire process is coordinated by Crédit Foncier's General Accounting Department, which in turn is divided into main units, the responsibilities of which have been assigned as follows:

Units	Principal responsibilities in accounting system operations	Principal responsibilities in compiling and summarizing data
General Accounting Unit	<u>Financial statements:</u> - VMG accounting - Tax returns	- Balance sheets, income statements and their notes - Monthly profit statements - Reports on the cost of risk
Loan Accounting Unit	- Oversight and control of interfaces between loan management chains, accounting software packages and reporting databases	Reports on outstanding loans and loan cash flows
Standards and Studies Unit	- Definition and monitoring of accounting standards, verification that they comply with those of the CNCE Group - Maintenance of the chart of accounts and implementation of audit trails	- Procedural manuals
Accounting Control Unit	- Ongoing accounting controls	- Accounting audit reports
Regulatory Reporting Unit	- Prudential reporting to the Banking Commission (via CNCE, central entity) - Calculation of regulatory ratios (liquidity, ESR, etc.) - Monitoring the Group's position in terms of regulatory requirements	- Reporting to the Banking Commission (via CNCE, central entity)
IT Functional Support Unit	- Parameters for daily income accounting forms and management of accounting parameters of loan chains - Follow-up on technical problems related to production - Management of accounting software packages	

The Chief Accounting Officer reports to Crédit Foncier's Executive Committee member in charge of finance.

▪ **Accounting controls**

Crédit Foncier's accounting system is largely based on accounting data supplied by management chains.

After decentralizing most of the tasks, the organizational principles of accounting control were formalized by the Accounting Charter. Operational accounting controls are the responsibility of the decentralized accountants (bookkeepers and operations managers). Standardized financial statements are substantiated and certified every quarter in a single centralized computer system, managed by the unit responsible for accounting control. Activity reports track the progress made in substantiating the accounts (in terms of quantity and quality). These reports are used to verify the quality of the supporting documentation and to guide on-site audits.

These auditing missions are part of an annual programme approved by the head of the General Accounting Department and result in Crédit Foncier's auditing reports. A summary is

presented to all business lines and is sent to the external auditors if necessary.

Possible recommendations from the statutory auditors and the General Inspection Department are presented to the management of the companies concerned. These recommendations are summarized and submitted to the Audit Committee. Periodic verifications are performed to ensure that recommendations are acted upon. All of these prudential and regulatory reports are cleared by CNCE, which runs automated consistency controls before sending them to the Banking Commission.

▪ **Audit of financial data**

The financial data disclosed to third parties (annual reports for shareholders, regulatory restitutions intended specifically for the Banking Commission and reference documents submitted to the Autorité des Marchés Financiers, AMF) are carefully audited by the competent departments: Management Control, ALM, General Accounting, Risk Department, Financial Operations Department, and the SCF and VMG Oversight Department.

**INFORMATION ABOUT MEMBERS OF THE SUPERVISORY BOARD
AT DECEMBER 31, 2008**

Range of the possible number of members: 4 to 7
 Actual number of members: 4
 Number of Board meetings: 4
 Average attendance rate: 86%
 Directors' fees: yes

<i>First and last names</i>	<i>Function at the company and on the Board</i>	<i>Date of appointment</i>	<i>Date term of office expires</i>	<i>Comments</i>
<i>company name and permanent representative</i>				
<i>Mr. Gérard Barbot</i>	<i>Chairman of the Supervisory Board</i>	<i>June 22, 2004</i>	<i>AGM 2009</i>	<i>Member of the Supervisory Board since April 22, 2004</i>
<i>Mr. Robert Raymond</i>	<i>Member of the Supervisory Board</i>	<i>January 26, 2007</i>	<i>AGM 2009</i>	<i>Replacing Mr. Antoine Coutière, who resigned</i>
<i>Mr. Pierre Vajda</i>	<i>Member of the Supervisory Board</i>	<i>January 26, 2007</i>	<i>AGM 2009</i>	<i>Replacing Mr. Marc Vilon, who resigned</i>
<i>CREDIT FONCIER DE FRANCE represented by Mr. Thierry Dufour</i>	<i>Member of the Supervisory Board</i>	<i>July 20, 2005</i>	<i>AGM 2009</i>	
<i>Mr. Antoine Coutière</i>	<i>Advisor</i>	<i>AGM of June 18, 2007</i>	<i>AGM 2010</i>	

KPMG Audit
Immeuble KPMG
1, cours Valmy
92923 Paris La Défense Cedex

**PricewaterhouseCoopers
Audit**
63, rue de Villiers
92200 Neuilly-sur-Seine

This is a free translation into English of the Statutory Auditors' report issued in the French language and is provided solely for the convenience of English speaking readers. This report should be read in conjunction with, and construed in accordance with, French law and professional auditing standards applicable in France.

Statutory Auditors' report, prepared in accordance with article L.225-235 of the French Commercial Code on the report prepared by the Chairman of the Supervisory Board of Vauban Mobilisations Garanties

To the Shareholders,

In our capacity as Statutory Auditors of Vauban Mobilisations Garanties, and in accordance with article L.225-235 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), we hereby report to you on the report prepared by the Chairman of your company in accordance with article L.225-68 of the French Commercial Code for the year ended 31 December 2008.

It is the Chairman's responsibility to prepare, and submit to the Supervisory Board for approval, a report describing the internal control and risk management procedures implemented by the company and providing the other information required by articles L.225-68 of the French Commercial Code in particular relating to corporate governance.

It is our responsibility

- to report to you on the information set out in the Chairman's report on internal control procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information, and
- to attest that the report sets out the other information required by article L.225-68 of the French Commercial Code, it being specified that it is not our responsibility to assess the fairness of this information.

We conducted our work in accordance with professional standards applicable in France.

Information concerning the internal control procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information

The professional standards require that we perform procedures to assess the fairness of the information on internal control procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information set out in the Chairman's report. These procedures mainly consisted of:

- obtaining an understanding of the internal control procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information on which the information presented in the Chairman's report is based, and of the existing documentation;
- obtaining an understanding of the work performed to support the information given in the report and of the existing documentation;
- determining if any material weaknesses in the internal control procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information that we may have identified in the course of our work are properly described in the Chairman's report.

On the basis of our work, we have no matters to report on the information given on internal control procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting

information, set out in the Chairman of the Supervisory Board's report, prepared in accordance with article L.225-68 of the French Commercial Code.

Other information

We attest that the Chairman's report sets out the other information required by article L.225-68 of the French Commercial Code.

Paris La Défense and Neuilly-sur-Seine, April 27, 2009

Statutory Auditors

KPMG Audit
Department of KPMG S.A.
Rémy Tabuteau

PricewaterhouseCoopers Audit
Anik Chaumartin

10.3 Legal proceedings and arbitration

At December 31, 2008, there were no exceptional events or legal disputes likely to have a material impact on the Issuer's financial position, activities or assets.

11. Additional information

11.1 SHARE CAPITAL

Breakdown of share capital

The following table shows the breakdown of share capital at December 31, 2008:

Shareholders	Number of shares
Crédit Foncier de France	59,068
Jean-Marc Vilon	1
Antoine Coutière	1
Gérard Barbot	1
Daniel Binder	1
Thierry Dufour	1
Michel Demont	1
Pierre Vajda	1
Robert Raymond	1
TOTAL	59,076

Changes in equity ownership

One share held by Mr. François Xavier de Fournas was transferred to Crédit Foncier de France on September 1, 2008.

No changes in equity ownership have occurred since the 2008 year end.

11.2 RESOLUTIONS SUBMITTED TO THE GENERAL MEETING

DRAFT RESOLUTIONS OF THE COMBINED GENERAL MEETING OF JUNE 18, 2009

ORDINARY SESSION

FIRST RESOLUTION

(Approval of the financial statements for the financial year ended December 31, 2008)

Having considered the management report of the Management Board, the report of the Supervisory Board and the reports of the statutory auditors, the general meeting approves the financial statements for the year ended December 31, 2008 as presented, which show net income of €9,309,957.45. It also approves the transactions included in these financial statements or summarized in these reports.

The general meeting therefore grants discharge to the members of the Management Board and the Supervisory Board for the performance of their mandate for the year ended.

SECOND RESOLUTION

(Allocation of net income for the financial year)

The general meeting hereby decides to allocate the net income for the year ended December 31, 2008 totalling €9,309,957.45 as follows:

Net income for the financial year	€9,309,957.45
Retained earnings from the previous year	€17,859,846.14
TOTAL FOR ALLOCATION	€27,169,803.59
Dividend distribution	€23,028,268.96
Legal reserve	€465,497.87
Retained earnings	€3,676,036.76
TOTAL ALLOCATED	€27,169,803.59

Having noted that the share capital is fully paid-up and having read the report of the Management Board, the general meeting hereby decides to offer each shareholder an option of receiving the dividend payment in cash or in shares.

This option would apply to the full dividend amount payable.

Pursuant to the law, the share price used for the payment of dividends is set at €417.94. This price is calculated by dividing the capital (indicated on the balance sheet closed December 31, 2008 and approved by the present meeting) after dividend payment by the number of existing shares. If the dividend is not a whole number of shares, the shareholder can receive the next lowest number of shares plus a cash payment for the remaining balance.

Shareholders who would like to receive the dividend payment in shares may exercise their option by informing the company from June 19, 2009 to July 10, 2009 inclusive. After this deadline, the dividend will be paid in cash (on July 15, 2009). Shares issued as a dividend payment will be created and become effective from January 1, 2009.

In accordance with the provisions of Article 243 bis of the French General Tax Code (*Code général des impôts*), the dividend paid to individual shareholders who are tax resident in France is eligible for the 40% tax allowance stipulated in Article 158-3 of said code.

The general meeting grants full authority to the Management Board with the option to delegate such authority to its Chairman, to implement this resolution, to note the completion of the capital increase resulting from the exercise of the option of a dividend payment in shares, and to accordingly amend the articles of association and undertake any publication formalities.

The general meeting further acknowledges that during the last three financial years the following dividends were distributed:

Financial Year	Dividend Distributed	Tax credit*	Earnings per Share*
2005	€425.00	€170.00	€595.00
2006	€230.00	-	€230.00
2007	-	-	-

* for individuals

THIRD RESOLUTION

(Regulated agreements)

Having considered the statutory auditors' special report on the agreements governed by Article L. 225-86 *et seq.* of the French Commercial Code, the general meeting hereby approves the conclusions of and agreements mentioned in said report.

FOURTH RESOLUTION

(Renewal of the term of office of the Supervisory Board member Mr. Gérard Barbot)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby renews the term of office of the Supervisory Board member Mr. Gérard Barbot for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

FIFTH RESOLUTION

(Renewal of the term of office of the Supervisory Board member Mr. Robert Raymond)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby renews the term of office of the Supervisory Board member Mr. Robert Raymond for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

SIXTH RESOLUTION

(Renewal of the term of office of the Supervisory Board member Mr. Pierre Vajda)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby renews the term of office of the Supervisory Board member Mr. Pierre Vajda for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

SEVENTH RESOLUTION

(Renewal of the term of office of the Supervisory Board member Crédit Foncier de France)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby renews the term of office of the Supervisory Board member Crédit Foncier de France for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

EIGHTH RESOLUTION

(Appointment of Mr. Daniel Fruchart as a new Supervisory Board member)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby appoints Mr. Daniel Fruchart as a Supervisory Board member for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

NINETH RESOLUTION

(Appointment of Mr. Pierre Nuyts as a new Supervisory Board member)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby appoints Mr. Pierre Nuyts as a Supervisory Board member for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

TENTH RESOLUTION

(Appointment of Mr. Hervé Vogel as a new Supervisory Board member)

Having considered the Management Board's management report, the general meeting hereby appoints Mr. Hervé Vogel as a Supervisory Board member for a period of three years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2011 financial year.

ELEVENTH RESOLUTION

(Renewal of the term of office of the statutory auditor PricewaterhouseCoopers Audit SA)

Having noted that the term of office of the statutory auditor PricewaterhouseCoopers Audit SA expires at this meeting, following a proposal from the Supervisory Board and in accordance with the provisions of Article L. 225-228 of the French Commercial Code, the general meeting hereby decides to renew said office for a period of six years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2014 financial year.

TWELFTH RESOLUTION

(Renewal of the term of office of the alternate statutory auditor Mr. Pierre Coll)

Having noted that the term of office of the alternate statutory auditor Mr. Pierre Coll expires at this meeting, following a proposal from the Supervisory Board and in accordance with the provisions of Article L. 225-228 of the French Commercial Code, the general meeting hereby decides to renew said office for a period of six years, i.e. until the end of the ordinary general meeting called to approve the financial statements for the 2014 financial year.

THIRTEENTH RESOLUTION

(General authorization to issue bonds)

Having considered the reports of the Management Board and Supervisory Board, the general meeting hereby authorizes the Management Board, at its own initiative, to issue on one or more occasions in France or abroad, bonds with a fixed maturity, denominated in euro or the legal equivalent in any other currency that replaces the euro or in foreign currencies, up to a maximum nominal amount of €5 billion or the equivalent value in any other currency, subject to an exchange rate guarantee, in the form and with the repayment schedules it deems appropriate, in accordance with the articles of association and the rules set forth in the company's Internal Regulations.

It grants full authority to the Management Board to issue said debt and to determine the characteristics of these bonds. This authorization shall be valid from July 1, 2009 until June 30, 2010.

EXTRAORDINARY SESSION

FOURTEENTH RESOLUTION

(Amendment to the articles of association)

Having considered the Management Board's report, the general meeting hereby decides to amend Article 3 of its articles of association as follows:

ARTICLE 3 – CORPORATE PURPOSE

The company's exclusive purpose in France and abroad is to:

- invest in one or more securitization programmes by acquiring units in debt securitization funds (*fonds communs de créances, FCC*) or units in debt or securities issued by securitization vehicles (*fonds communs de titrisation, FCT*)

- reinvest the proceeds from the FCC tranches or FCT tranches or securities in securities and/or negotiable debt securities
- conduct cash transactions, within the meaning of Article L. 511-7, paragraph 3, of the French Monetary and Financial Code, with companies with which it has direct or indirect ownership ties that give one of these entities effective control over the others.

In connection with the foregoing acquisitions and cash transactions, the company may, subject to the applicable laws and regulations:

- raise funds, in France or abroad, by borrowing (including subordinated loans) or by issuing securities or negotiable debt securities
- perform transactions on futures or options markets to hedge against the risks arising from said acquisitions or refinancing
- provide or obtain any securities or guarantees in connection with its business.

More generally, the company may also perform any transaction that is directly or indirectly related to the aforementioned activities and that is likely to help the company carry out said activities.

Within the framework of achieving its corporate purpose, the company shall refrain from engaging in transactions that are likely to cause the ratings on the securities issued by the company or debt contracted by it to be downgraded or withdrawn.

JOINT RESOLUTION

FIFTEENTH RESOLUTION

(Authority to undertake formalities)

The general meeting grants full authority to the bearer of an original, a copy or an extract from the minutes of this meeting to carry out all the necessary formalities.

11.3 EXCERPTS FROM THE ARTICLES OF ASSOCIATION

Article 1 – Form

The company was incorporated as a French *société anonyme* with a Board of Directors under the terms of a private document dated December 20, 1994, filed in Paris, RPI 2° Vivienne, December 22, 1994, Bord-416 No. 21.

The extraordinary general meeting of August 27, 1997 decided to change the administrative and management structure by replacing the previous structure with Management and Supervisory Boards.

The company continues to exist under its new administrative and management structure for owners of existing shares and future shares. It is governed by current laws and regulations and by these Articles of Association.

Article 2 - Corporate name

Registered company name:

"VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES" or the abbreviation "VMG".

All records and documents published by the company for third parties, the corporate name must be immediately preceded or followed by the words "*Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance*" [French limited company with Management and Supervisory Boards] and state the amount of share capital.

Article 3 – Corporate purpose

The company's exclusive purpose in France and abroad is to:

- > Invest in one or more debt securitization programmes by acquiring shares in *fonds communs de créances* (FCC Units)
- > Reinvest the proceeds from FCC Units in securities and/or negotiable debt securities
- > Carry out cash transactions, within the meaning of Article L. 511-7, 3° of the French Monetary and Financial Code, with companies having direct or indirect equity ownership ties with a company that has effective control over the others.

In connection with these acquisitions and cash transactions, and in compliance with laws and regulations, the company may:

- > Raise finance, in France or abroad, by any taking out any loan, including subordinated loans, or by issuing investment securities or negotiable debt securities
- > Perform transactions on futures or options markets to hedge against risks arising from said acquisitions or refinancing
- > Provide or obtain any securities or guaranties in connection with its business

The company may also perform any transaction that is directly or indirectly related to the aforementioned activities and that is likely to help the company carry out said activities.

The company shall refrain from engaging in transactions stemming from its corporate purpose that are likely to cause the ratings on the securities issued by the company or debt contracted by it to be downgraded or withdrawn.

12. Location where legal documents about the Issuer may be examined

VMG's articles of association, accounts, reports and minutes of General Meetings, along with the Subordinated Loan Master Agreement, the Loan Master Agreement, the Subscription Master Agreement for Negotiable Debt Securities, the Cash Collateral Master Agreement, the Master Agreement on Subordinated Advances Credited to the Associates' Current Account, and the Subcontracting Agreement between VMG and Crédit Foncier de France, may be examined at the Legal Department of Crédit Foncier de France, 4, quai de Bercy – 94220 Charenton-le-Pont.

INTERNAL REGULATIONS OF VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES

September 10, 1997

as revised on November 24, 1998, April 25, 2000,
April 26, 2001, June 20, 2004, November 25, 2004
and October 23, 2008

CONTENTS

1. GENERAL PROVISIONS	84
1.1 DEFINITIONS	84
1.2 PURPOSE	84
1.3 DRAFTING, REVISION AND AMENDMENT OF THE INTERNAL REGULATIONS	84
1.4 DELETION OF THE INTERNAL REGULATIONS	85
2. OPERATING RULES	86
2.1 MATCHING PRINCIPLE	86
2.2 OPERATING TIMETABLE.....	87
2.3 NORMAL AMORTIZATION.....	88
2.4 EARLY UNWINDING	90
3. OPERATING FRAMEWORK	91
3.1 MANAGEMENT RULES	91
3.1.1 <i>Early Unwinding Rule</i>	91
3.1.1.1 Payment of interest	91
3.1.1.2 Redemption of principal.....	92
3.1.2 <i>Provision Rule</i>	92
3.1.3 <i>Liquidity Target</i>	93
3.2 MANAGEMENT OPERATIONS	93
3.2.1 <i>Acquisition of Units</i>	93
3.2.1.1 General framework.....	93
3.2.1.2 Preconditions	94
3.2.1.3 Units acquisition procedure	94
3.2.2 <i>Subordinated Loans</i>	95
3.2.2.1 General Framework	95
3.2.2.2 Preconditions	95
3.2.2.3 Procedure for applying for Subordinated Loans.....	95
3.2.3 <i>Senior Debt Issues</i>	96
3.2.3.1 General Framework	96
3.2.3.2 Preconditions	96
3.2.3.3 Procedure for issuing Senior Debt	97
3.2.4 <i>Interest Rate Swap Agreements</i>	98
3.2.4.1 General Framework	98
3.2.4.2 Preconditions	99
3.2.4.3 Procedure	99
3.2.5 <i>Cash-Pledges</i>	99
3.2.5.1 General Framework	99
3.2.5.2 Preconditions	100
3.2.5.3 Procedure for applying for Cash-Pledges.....	100
3.2.6 <i>Loans to the Majority Shareholder</i>	100
3.2.6.1 General Framework	100
3.2.6.2 Preconditions	100
3.2.6.3 Loan granting procedure	101
3.2.7 <i>Purchase of Negotiable Debt Security issued by the Majority Shareholder</i>	101
3.2.7.1 General framework	101
3.2.7.2 Preconditions	103
3.2.7.3 Procedure for purchasing Negotiable Debt Securities.....	103
3.2.8 <i>VMG cash management</i>	103
3.2.8.1 General framework	103
3.2.8.2 Preconditions	105
3.2.8.3 Procedure for acquiring Available-for-Sale Securities.....	105
3.2.9 <i>Repurchase and retirement of a Senior Debt Issue</i>	105
3.2.9.1 General framework	105
3.2.9.2 Preconditions	105
3.2.9.3 Repurchase procedure.....	106

3.3	ORDER OF PRIORITY AND ALLOCATION OF CASH FLOW	106
3.3.1	<i>Normal Amortization mode</i>	106
3.3.1.1	Collection of Available Funds	106
3.3.1.2	Appropriations	107
3.3.1.3	Distributions	107
3.3.1.4	Investment of available funds	109
3.3.2	<i>Early Unwinding scenario</i>	109
3.3.2.1	Collection of Available Funds	109
3.3.2.2	Appropriations	109
3.3.2.3	Distributions	110
3.3.2.4	Investment of available funds	112
3.4	SUBCONTRACTING OF MANAGEMENT.....	112
3.4.1	<i>Financial Advances</i>	113
3.4.1.1	General framework	113
3.4.1.2	Precondition.....	113
3.4.1.3	Procedure for applying for Financial Advances	113
4.	RELATIONSHIP BETWEEN THE MANAGEMENT AND GOVERNING BODIES.....	114
4.1	PROCEDURE UNDER NORMAL AMORTIZATION	114
4.1.1	<i>Transactions performed during the previous quarter:</i>	114
4.1.2	<i>Projects for the following quarter:</i>	115
4.2	PROCEDURE IN THE EVENT OF EARLY UNWINDING.....	115
4.2.1	<i>Previous quarter's transactions</i>	116
4.2.2	<i>Forecasts for the following quarter</i>	116
	APPENDIX 1 – UNITS DATA SHEET	117
	APPENDIX 2 – AVAILABLE-FOR-SALE SECURITIES DATA SHEET	118
	APPENDIX 3 – SENIOR DEBT ISSUE DATA SHEET.....	119
	APPENDIX 4 – LOAN FILE.....	120
	APPENDIX 5 – QUATERLY MANAGEMENT REPORT	121
	APPENDIX 6 – STATISTICS FILE.....	123
	APPENDIX 7 – LIST OF INDICES AUTHORIZED FOR USE IN COMPUTING INTEREST RATES.....	124
	APPENDIX 8 – FORMULA FOR CALCULATING THE COMPENSATION PAYMENT OF A SENIOR DEBT ISSUE	125
	APPENDIX 9 – DEFINITIONS.....	127

1. General Provisions

1.1 Definitions

This document constitutes the Internal Regulations, as provided for by article 16, paragraph 2 of the memorandum and articles of association of Vauban Mobilisations Garanties (henceforth referred to as the "Internal Regulations").

The capitalized terms and common nouns used in these Internal Regulations have the meaning set forth in the glossary included as APPENDIX 9.

1.2 Purpose

The Internal Regulations contain the rules with which the members of the Management Board must comply when completing transactions initiated by the company.

The Supervisory Board ensures that the Management Board complies with the Internal Regulations.

The purpose of the Internal Regulations is as follows:

- to define the possible characteristics of VMG's Senior Debt Issues in view of the company's assets, and govern the operational aspects of the company's refinancing activities;
- to facilitate decision-making by defining a priori the financial information to be contained in the reports submitted by the Management Board to the Supervisory Board.

1.3 Drafting, Revision and Amendment of the Internal Regulations

The Management Board drafts the Internal Regulations in accordance with the memorandum and articles of association.

These regulations are brought to the attention of the Rating Agencies with a view to their attributing a rating to the Senior Debt Issues.

The Chairman of the Management Board then submits the Internal Regulations to the Supervisory Board.

After being approved by the Supervisory Board, the Internal Regulations immediately go into effect.

Copies of the Internal Regulations are provided to the members of the Management Board and Supervisory Board, as well as to anyone who performs transactions on behalf of VMG in any capacity whatsoever.

The members of the Management Board and the Supervisory Board may be held liable in the event of non-compliance with these Internal Regulations.

Proposed changes in the Internal Regulations must be submitted to the Supervisory Board by the Chairman of the Management Board and may be approved by the Supervisory Board only after the Rating Agencies have confirmed that the proposed amendment will not cause the Senior Debt Issue to be downgraded.

1.4 Deletion of the Internal Regulations

Authority to delete these Internal Regulations is vested in the Extraordinary General Meeting of Shareholders, subject to the provisions of the memorandum and articles of association pertaining to that meeting.

The Management Board shall submit grounds for the deletion of the Internal Regulations to the Supervisory Board.

The Supervisory Board shall in turn submit grounds for the deletion of the Internal Regulations to the Extraordinary General Meeting, provided there are no rated Senior Debt Issues outstanding at that time, that the Rating Agencies do not object to the deletion of the Internal Regulations, and that VMG's creditors incur no losses as a result.

2. Operating rules

2.1 Matching Principle

VMG is a refinancing vehicle of the Crédit Foncier de France Group whose operations rely on a principle of double backup (matching) that may be summarized as follows:

1. VMG issues debt consisting of securities, negotiable debt instruments or bank borrowings (Senior Debt Issues), the proceeds of which are lent to Crédit Foncier de France or used to enable VMG to purchase Negotiable Debt Securities issued by Crédit Foncier de France. The Loans, or the Negotiable Debt Securities purchased, bear the same financial characteristics as the related issued debt (same amount, same rate, same maturity).
2. In order to enable it to redeem the Senior Debt Issues, even in the event of default on the Loans granted or the Negotiable Debt Securities purchased, VMG holds high-quality assets in the form of units in *fonds commun de créances* or in *fonds commun de titrisation* based, *inter alia*, on loans resulting from the commercial activities of the Crédit Foncier de France Group ("Units"). The Units are acquired by VMG with the proceeds of Subordinated Loans granted by Crédit Foncier de France.
3. The Units outstanding are designed to remain higher than all outstanding Senior Debt Issues. However, should the Units be amortized more rapidly than the Senior Debt Issues, any excess from this amortization shall be kept in a specific reserve mechanism (Issue Repayment Reserve) so that the Units outstanding + the Issue Repayment Reserve is at all times greater than, or equal to, the outstanding amount of the Senior Debt Issues.
4. Likewise, interest paid on the Units is intended to be higher than interest on the Senior Debt Issues. Should market conditions cause interest on a Senior Debt Issue to rise excessively, an Issue Remuneration Provision shall be booked when that senior debt is issued so that the interest on the Units + the Issue Remuneration Provision is at all times sufficient to pay interest on the Senior Debt Issues.
5. In certain circumstances—notably in the event of Crédit Foncier de France's default (Early Unwinding Events)—the Senior Debt Issues may no longer be redeemed at maturity from Loans or sums due on Negotiable Debt Securities. They would then be redeemed early based on proceeds stemming from the Units as and when these proceeds become available. Compensation would be paid, if applicable, to investors to offset any financial losses resulting from the difference between the scheduled amortization of the issued senior debt and their new amortization profile. A provision is booked periodically by VMG for the amount of any such compensation (Compensation Provision).
6. The Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions are funded with deposits (Cash-Pledges) granted by Crédit Foncier de France in VMG's books. Also, in the event that VMG is faced with unexpected charges or a cash shortage, it may ask its shareholders to grant advances (Financial Advances).

The balance sheet and profit & loss account of VMG reflect this matching principle and may be broken down into categories within which assets are matched with liabilities, or revenues with expenses. A balance-sheet category corresponds to a category on the profit & loss account.

BALANCE SHEET	
ASSETS	LIABILITIES
Units	Subordinated Loans
Issue Repayment Reserve	
Loans / Negotiable Debt Securities	Senior Debt Issues
Issue Remuneration Provision	Cash-Pledges
Compensation Provision	
Contingency losses	Financial Advances

PROFIT & LOSS ACCOUNT	
EXPENSES	REVENUES
Interest on Subordinated Loans	Interest on Units
	Income from the investment of the Issue Repayment Reserve
Interest on Senior Debt Issues	Interest on Loans and Negotiable Debt Securities
Cash-Pledges Immobilization Indemnity	Income from the investment of Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions
Contingency expenses	Contingency losses

The Internal Regulations lay down the rules governing the actions of the Management Board as far as the matching of assets and liabilities, and that of income and expenses, are concerned. They also provide the ways and means by which the Supervisory Board ensures that the matching principle is properly implemented.

2.2 Operating timetable

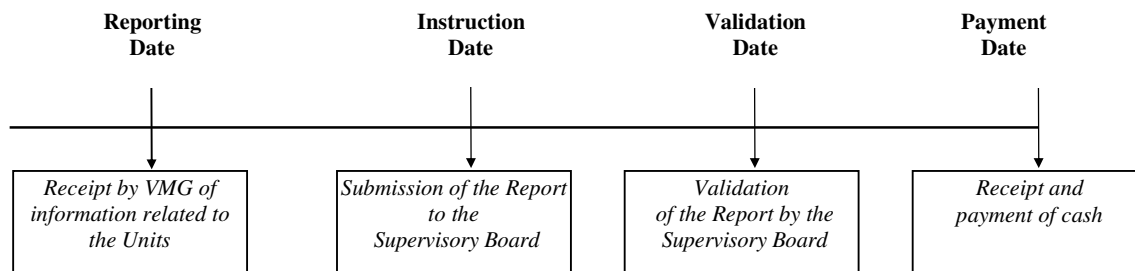
VMG operates on what is chiefly a quarterly schedule, from one Payment Date to the next. More specifically, the dates on which interest and principal are due on Units and Senior Debt Issues coincide with Payment Dates.

At the end of each quarter, two weeks prior to a Payment Date, the VMG Management Board submits a report (Quarterly Management Report) to the Supervisory Board, in which it reviews the transactions initiated during the previous quarter, the payments due at the next Payment Date and the management approach for the following quarter.

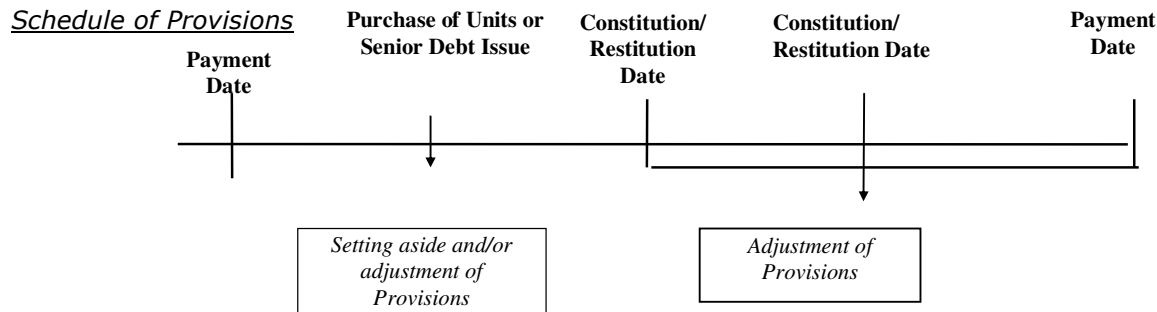
The Supervisory Board meets in the two weeks prior to each Payment Date for the purpose of validating the Quarterly Management Report and, in particular, authorizing payments to be made on the following Payment Date, as well as granting authority for management operations pertaining to the following quarter.

During the quarter, the Management Board may purchase Units at any time and proceed with Senior Debt Issues within the limits of the authority granted by the Supervisory Board at the end of the previous quarter.

End-of-quarter schedule



Purchases of additional Units or the launch of additional Senior Debt Issues are likely to affect the early redemption schedule of Senior Debt Issues in the event of Early Unwinding. Accordingly, the purchase of additional Units or the launch of a new Senior Debt Issue require, at the time they occur, the setting aside or adjusting of an Issue Remuneration Provision and a Compensation Provision. In addition, the Compensation Provision is subsequently recalculated on a monthly basis, on the Calculation Date, based on trends in financial markets and set aside or adjusted accordingly two business days after the Calculation Date (the "Constitution Date" and "Restitution Date").



2.3 Normal Amortization

Under normal operating circumstances, the Management Board is authorized to perform certain investment, financing, guarantee, cash management and hedging transactions (the "Management Operations") pursuant to existing agreements that define the conditions governing each Management Operation.

Article 3 of the Internal Regulations specifies the dates at which the Management Operations may be performed and the relationship that must exist between various Management Operations. In Normal Amortization mode, this relationship is governed by the general principles set forth below. These principles are not exhaustive. The complete list of Management Operations under Normal Amortization is included in article 3.

1. At any time during a given quarter, the Management Board may purchase Units under authority granted to it by the Supervisory Board at the end of the preceding quarter; Units must yield interest at a fixed or floating rate, computed in accordance with a formula set forth in advance and listed in the List of Indices. Acquisitions are at face value and are financed with Subordinated Loans provided by Crédit Foncier de France.
2. On each Payment Date, whenever the Principal Outstanding on Senior Debt Issues exceeds the Principal Outstanding on Units, proceeds from the redemption of Units are initially allocated to the Issue Repayment Reserve, in the amount of the difference between the Principal Outstanding on Senior Debt Issues and the Principal Outstanding on Units. Funds may be added to the Issue Repayment Reserve for the purpose of reducing any difference between the Amortization Profile of the Senior Debt Issues and

their Residual Life to Maturity. Any remaining balance from the redemption of Units is allocated to the repayment of Subordinated Loans.

3. On each Payment Date during Normal Amortizations, the Management Board pays interest on Subordinated Loans based on proceeds from Units and Interest Income from the investment of the Issue Repayment Reserve.
4. At any time during a given quarter, the Management Board may proceed with a Senior Debt Issue within the scope of the authority granted to it by the Supervisory Board at the end of the previous quarter. A Senior Debt Issue must bear interest at a rate and computed in accordance with the rules contained in the List of Indices or otherwise be subject to an Interest Rate Swap Agreement pursuant to which VMG undertakes to pay interest at a rate and computed in accordance with the rules contained in the List of Indices, and receives in consideration thereof all of the interest payments generated by the Senior Debt Issue.
5. Proceeds from the Senior Debt Issue must be (i) extended as Loans to Crédit Foncier de France or (ii) used to purchase Negotiable Debt Security issued by Crédit Foncier de France for an identical amount, term and interest rate (taking into account, if applicable, any Interest Rate Swap Agreements).
6. On each Payment Date, the Management Board pays interest and principal on Senior Debt Issues, using proceeds from interest and principal payments on Loans or, if applicable, the Interest Rate Swap Agreement.
7. For the purpose of VMG's management, the Units, Subordinated Loans, Senior Debt Issues, Interest Rate Swap Agreements, Loans or Negotiable Debt Securities, if applicable, are aggregated within ALM Compartments based on the interest rate and the agreed formula used to calculate their remuneration. There are as many ALM Compartments as there are indices in the List of Indices.
8. Within a given ALM Compartment, a Senior Debt Issue may be launched only if, after taking the said Senior Debt Issue into account, the aggregate of the Principal Outstanding on Units and the Issue Repayment Reserve of said ALM Compartment exceeds the Principal Outstanding on Senior Debt Issues issued by the ALM Compartment. Likewise, after taking into consideration the contemplated Senior Debt Issue, the aggregate of interest receivable on the Units of that ALM Compartment must exceed the interest payable on Senior Debt Issues issued by said ALM Compartment, barring which the Senior Debt Issue may only be launched after the booking of an Issue Remuneration Provision equal to any interest shortfall.
9. At the time a Senior Debt Issue is launched, a Compensation Provision may be set aside for the purpose of compensating Investors or Counterparties to Interest Rate Swap Agreements in the event of losses resulting from Early Unwinding (see below).
10. Any Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions are set aside using funds deposited by Crédit Foncier de France with VMG in the form of Cash-Pledges. Compensation Provisions are subsequently recalculated monthly on the Calculation Date and, if necessary, adjusted two business days after each Calculation Date, on the Constitution Date or Restitution Date.
11. On each Payment Date, the Management Board pays Immobilization Indemnities on the Cash-Pledges using Interest Income earned on the investment of the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provisions.

2.4 Early Unwinding

The primary consequence of an Early Unwinding Event is to cause the Senior Debt Issues to become payable early and the suspension of payments on Subordinated Loans, Cash-Pledges and Current Account Advances. VMG will then be operated according to the general principles set out below. These principles are not exhaustive and a full description of the Early Unwinding mode is included in article 3.

1. VMG may no longer proceed with the acquisition of Units or launch any new Senior Debt Issues.
2. Interest payable by VMG with respect to each Senior Debt Issue or each Interest Rate Swap Agreement is increased by an amount equal to the agreed Additional Margin.
3. Interest and principal on Senior Debt Issues become payable on each Payment Date subject to the funds available on that Payment Date, including proceeds from Units.
4. No payment of principal or interest is due on Subordinated Loans, Cash-Pledges or Financial Advances as long as amounts owed in respect of Senior Debt Issues remain outstanding.
5. Whenever applicable, holders of Senior Debt Issues and Counterparties to Interest Rate Swap Agreements are entitled to Compensation Payments up to the amount set aside as Compensation Provisions at the time of the Early Unwinding Event.
6. Cash receipts are apportioned in priority within each ALM Compartment, by prioritizing the allocation of proceeds from an ALM Compartment's Units to payments due on Senior Debt Issues of the same ALM Compartment.
7. For each ALM Compartment, interest income on Units must first be appropriated to the payment of Commissions, then to Recurring Expenses and subsequently to interest on Senior Debt Issues (taking into account, if applicable, Interest Rate Swap Agreements).
8. For each ALM Compartment, proceeds from the repayment of principal on Units must be allocated to the sequential repayment of Senior Debt Issues according to their Residual Life to Maturity (the shorter-term Senior Debt Issues being repaid first). The Face value of each Interest Rate Swap Agreement is amortized according to the same schedule as the Senior Debt Issues with which it is associated.
9. For each ALM Compartment, the amount left after the full remuneration and repayment of Senior Debt Issues are kept in reserve and may be used for the remuneration and repayment of the Senior Debt Issues of other ALM Compartments. The same applies to any proceeds from Loans or Negotiable Debt Securities.
10. After all Senior Debt Issues have been redeemed, any residual balance is allocated sequentially (i) on a *pari passu* basis, to the payment of interest on Subordinated Loans and Cash-Pledges, (ii) on a *pari passu* basis, to the redemption of Subordinated Loans and Cash-Pledges and (iii) to the repayment of Financial Advances.

3. Operating framework

3.1 Management Rules

VMG has adopted several Management Rules aimed at guaranteeing Investors in the event of an Early Unwinding Event:

- full repayment of interest and principal on Senior Debt Issues;
- an early redemption schedule for each Senior Debt Issue whose Amortization Profile is close to the Residual Life to Maturity of the Senior Debt Issues at the time of the Early Unwinding Event;
- the payment of a Compensation Payment.

The Management Board reports quarterly to the Supervisory Board on compliance with the foregoing rules, as part of the Quarterly Management Report.

3.1.1 Early Unwinding Rule

This rule is designed to ensure, in the event of Early Unwinding, full payment of interest on Senior Debt Issues under the Conservative Assumption as well as full redemption of the principal of the Senior Debt Issues.

3.1.1.1 Payment of interest

On each Calculation Date, as well as prior to any acquisition of Units and launch of Senior Debt Issues, the Management Board simulates Conservative Instalment Plans for Units and Senior Debt Issues based on the assumption of an Early Unwinding and taking into account, whenever applicable, of the Units it intends to acquire or the Senior Debt Issues it plans to launch. The simulation is based on the Conservative Assumption.

On each Calculation Date*, the Management Board calculates the amounts to be set aside as an Issue Remuneration Provision based on the different Conservative Instalment Plans previously simulated, so that the following holds true:

For each ALM Compartment and on each Payment Date included in the Conservative Instalment Plans of Units and Senior Debt Issues, the aggregate of:

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">• Total Referenced Interest Income up to the Payment Date, and• The balance of the Issue Remuneration Provision must be greater than, or equal to, the aggregate of:• Total Referenced Commissions up to the said Payment Date,• Total Recurrent Expenses incurred with respect to the Senior Debt Issues launched by the said ALM Compartment up to the said Payment Date, and• Total Referenced Interest Due up to the said Payment Date. |
|--|

The balance of the Issue Remuneration Provision is calculated, for each ALM Compartment, based on the highest amount corresponding to the chosen Conservative Assumption.

In the event that the Issue Remuneration Provision is increased, the Management Board must ask Crédit Foncier de France to deposit Cash-Pledges within two business days following the Calculation Date.

Failure to comply with the Early Unwinding Rule, notable failure on the part of Crédit Foncier de France to deposit Cash-Pledges, is considered an Early Unwinding Event.

* For the purpose of the latest computation made immediately prior to a Payment Date, the Management Board does not take into account receipts and disbursements expected to take place on the first Payment Date of the instalment plan.

3.1.1.2 Redemption of principal

At each Instruction Date and for each ALM Compartment, the Management Board ensures that, after taking into account amortization payments due at the next Payment Date, the aggregate of the Principal Outstanding on Senior Debt Issues at that Payment Date remains less than, or equal to, the aggregate of the Principal Outstanding on Units at that same Payment Date and the balance of the Issue Repayment Reserve. If this proves not to be the case, the Management Board shall use all or part of the principal payments received under the Units to top up the Issue Repayment Reserve, in such a way that the aggregate of the Principal Outstanding on the Units and the Issue Repayment Reserve at that Payment Date shall be greater than, or equal to, the sum of all Principal Outstanding on Senior Debt Issues.

The Management Board may only decide to launch Senior Debt Issues if, after taking account of the contemplated Senior Debt Issue, the aggregate of the Principal Outstanding on Units and the Issue Repayment Reserve is greater than, or equal to, the sum of the Principal Outstanding on Senior Debt Issues at the time the Senior Debt Issues is launched.

At a Calculation Date prior to a Units acquisition date, the Management Board may decide to reimburse the excess of the Issue Repayment Reserve set up as carried at the next Payment Date.

For each ALM Compartment, the aggregate of:

- **the Principal Outstanding on Units and**
- **the Issue Repayment Reserve**

must at all times be greater than, or equal to, the sum of:

- **the Principal Outstanding on Senior Debt Issues**

Failure to comply with the Early Unwinding Rule is considered an Early Unwinding Event.

3.1.2 Provision Rule

On each Calculation Date, the Management Board recalculates the amount of Compensation Provisions.

At each Constitution Date or Restitution Date, Cash-Pledges must be at least equal to the aggregate for all ALM Compartments of the following amounts:

- **the Compensation Provisions, and**
- **the Issue Remuneration Provisions**

as these amounts calculated at the previous Calculation Date.

Should the Compensation Provisions be increased, the Management Board shall ask Crédit Foncier de France to deposit Cash-Pledges no later than two days after the Calculation Date.

Failure to comply with the Provision Rule, notable failure on the part of Crédit Foncier de France to deposit Cash-Pledges, is considered an Early Unwinding Event.

3.1.3 Liquidity Target

At each Instruction Date as well as prior to any acquisition of Units and launch of Senior Debt Issues, the Management Board simulates Average Instalment Plans of Senior Debt Issues by assuming an Early Unwinding and taking into account, whenever applicable, of the Units it intends to acquire or the Senior Debt Issues it plans to launch. This simulation is based on the Average Assumption and the Average Instalment Plan of the Units reported at each Information Date by the Management company for each debt securitization fund or securitization vehicle.

In order to minimize the impact of an Early Unwinding on Investors as well as to reduce Compensation Provisions to a minimum, the Management Board seeks to ensure that the Amortization Profile of each Senior Debt Issue is close to its Residual Life to Maturity.

This is the Liquidity Target, which can be stated as follows:

For each Senior Debt Issue, the Amortization Profile must not differ from the Residual Life to Maturity by more than:

- **6 months, whenever the Residual Life to Maturity is less than 24 months;**
- **12 months, whenever the Residual Life to Maturity is more than 24 months but less than 60 months;**
- **24 months, whenever the Residual Life to Maturity is more than 60 months but less than 120 months;**
- **36 months, whenever the Residual Life to Maturity is more than 120 months.**

In order to meet this objective, the Management Board must ensure, at the time a Senior Debt Issue is launched, that the Initial Bullet Maturity Profile does not differ too greatly from the Amortization Profile as calculated when the Senior Debt Issue is launched. The Management Board may also allocate, at each Payment Date, a portion of the proceeds from the redemption of Units to the Issue Repayment Reserve, in order to restrict the extension of the Amortization Profile.

Failure to fulfil the Liquidity Target shall not be considered an Early Unwinding Event.

3.2 Management Operations

Whenever VMG operates normally, the Management Board is authorized to perform a limited range of Management Operations. In the event of Early Unwinding, the operation of VMG is entirely predetermined and the Management Board is given no latitude.

3.2.1 Acquisition of Units

3.2.1.1 General framework

VMG may at any time invest in one or more debt securitization programmes and acquire Units, subject to the cumulative preconditions set forth below.

Units are allocated to an ALM Compartment and their purchase is financed with a Subordinated Loan provided by the Majority Shareholder.

Units are registered in a Financial Instruments Account. VMG gives the depositary of the debt securitization fund or securitization vehicle concerned an irrevocable order to deposit on the Specific Cash Account any sums paid out on the Units.

3.2.1.2 *Preconditions*

1. VMG must be in a Normal Amortization mode.
2. The Supervisory Board must have approved the latest Quarterly Management Report in which the Management Board submitted its plan to acquire Units.
3. The Rating Agencies must have declared that the intended acquisition of Units would not cause the current ratings of Senior Debt Issues to be downgraded or withdrawn, or would limit any such downgrading or avoid withdrawal.
4. Units must be denominated in euro and may be deposited with an authorized financial intermediary.
5. Interest on Units can be calculated on the basis of a rate and in accordance with a computation formula included in the List of Indices.
6. The maturity dates at which interest and principal is payable on Units must coincide with Payment Dates.
7. The Management company must have supplied a Theoretical Instalment Plan and an Average Instalment Plan, as well as an Average Assumption.
8. Units must be purchased at their face value.
9. The Final Repayment Date must be prior or equal to October 28, 2051.
10. Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions must have been recalculated at the Calculation Date prior to the anticipated acquisition date, taking account of the contemplated acquisition of Units. In the event that these provisions must be increased, Cash-Pledges must be deposited and compliance with the Provision Rule must be verified.
11. The Subordinated Loan required to pay the acquisition price must have been arranged taking into account, if necessary, of the excess of the previously set up Issue Repayment Reserve as carried at the Calculation Date.

3.2.1.3 *Units acquisition procedure*

The different stages in the Units acquisition procedure are as follows:

1. Crédit Foncier de France proposes to the Management Board to acquire Units and submits to it a data sheet pertaining to those Units, as described in APPENDIX 1, consisting either of newly created units of an existing debt securitization fund or securitization vehicle, or of units of a future debt securitization fund or securitization vehicle.
2. Based on this Units data sheet, the VMG Management Board checks that the Units satisfy the above-mentioned preconditions and prepares a Loan File that the Chairman of the Management Board signs, subject to approval of the financing plan.
3. If one or more Senior Debt Issues are still outstanding in the ALM Compartment due to receive the Units whose acquisition is under consideration, the Management Board recalculates, at the Calculation Date, the Issue Remuneration Provisions and the Compensation Provisions pertaining to the said Senior Debt Issues or related Interest Rate Swap Agreements, taking into account the Units whose purchase is under consideration.

4. In the event of an increase in the aggregate amount of the Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions, the Management Board asks the majority Shareholder to provide Cash-Pledges, under the procedure set forth under article **3.2.5**.
5. The Management Board asks the Majority Shareholder for a new Subordinated Loan in the amount of the purchase price of the Units, under the procedure set forth under article **3.2.2.3**;
6. The Chairman of the Management Board informs Crédit Foncier de France of its agreement to purchase the Units.

3.2.2 Subordinated Loans

3.2.2.1 General Framework

VMG may obtain Subordinated Loans from its Majority Shareholder pursuant to the Subordinated Loan Master Agreement. The sole purpose of these Subordinated Loans is to finance the acquisition of Units and the Issue Repayment Reserve.

At each Units acquisition date, the Majority Shareholder extends to VMG a new Subordinated Loan of an amount equal to the purchase price of the Units under consideration.

All Subordinated Loans are allocated to the ALM Compartment responsible for the Units whose purchase was financed by it. Under Normal Amortization and for each ALM Compartment, outstanding Subordinated Loans must at all times be equal to the aggregate of the Principal Outstanding on Units and the balance of the Issue Repayment Reserve.

For as long as VMG remains in Normal Amortization mode, repayments are made on Subordinated Loans at each Payment Date, for an amount equal to any excess of (i) the aggregate of the outstanding Units and the Issue Repayment Reserve at the previous Payment Date and (ii) the aggregate of the outstanding Units and the Issue Repayment Reserve at the Payment Date considered.

3.2.2.2 Preconditions

- (1) VMG must be in a Normal Amortization mode
- (2) The Subordinated Loan must fall within the Subordinated Loan Master Agreement in effect at the time it is made available, and all implementation conditions provided for in article 6 of the said Master Agreement must be fulfilled.

3.2.2.3 Procedure for applying for Subordinated Loans

The different stages in the Subordinated Loans application process are as follows:

- (1) The VMG Management Board submits an application to the Majority Shareholder no later than 2 Business Days prior to the date on which the funds are to be available.
- (2) As soon as the application is received, the Majority Shareholder addresses a notice of loan extension to VMG.
- (3) The Majority Shareholder transfers the amount of the Subordinated Loan applied for to the General Cash Account at the date at which the Units are acquired.

3.2.3 Senior Debt Issues

3.2.3.1 General Framework

The VMG Management Board may at any time during a quarter launch a Senior Debt Issue for up to the amount authorized by the Supervisory Board at the end of the previous quarter, and subject to the authority granted by the ordinary shareholders' meeting in the case of Senior Debt Issues consisting of bonds.

A Senior Debt Issue is allocated to an ALM Compartment taking into account, if applicable, any Interest Rate Swap Agreement associated with it.

The Proceeds from the Senior Debt Issue are used in their entirety to extend a Loan to the Majority Shareholder or to purchase Negotiable Debt Securities issued by the Majority Shareholder. The Majority Shareholder refunds initial Expenses and Recurring Expenses incurred by VMG in connection with the Senior Debt Issue as part of the Loan granted to it or as part of the Negotiable Debt Securities purchased by VMG.

The agreement governing the Senior Debt Issue must include a Comfort Letter. It may, in the event of an Early Unwinding Event, call for (i) an Additional Interest Margin and (ii) a Compensation Payment that must be remitted at the first Provision Date subsequent to the Early Unwinding Event, and for an amount limited to the amount of the Compensation Provision actually booked at the time of occurrence of the Early Unwinding Event.

The Management Board undertakes to provide, free of charge, to any Investor who so requests and at each Payment Date:

- the Average Instalment Plan,
- the Amortization Profile,
- the amount of the Compensation Payment, associated with the said Senior Debt Issue applicable should an Early Unwinding Event occur at that Payment Date.

3.2.3.2 Preconditions

- (1) VMG must be in a Normal Amortization mode.
- (2) The Supervisory Board must have granted prior permission to the Management Board on the previous Validation Date and further to the latest Quarterly Management Report to proceed with one or more issues Senior Debt Issues, on the basis of financial criteria set for each Senior Debt Issue in the prior Senior Debt Issue Data Sheet.
- (3) Whenever a Senior Debt Issue consists of bonds, and after taking account of Senior Debt Issues previously issued in the form of bonds during the course of the Effective Year, the Maximum Amount Authorized must not be exceeded.
- (4) The launch date chosen for the Senior Debt Issue must fall before the next Validation Date.
- (5) The Majority Shareholder must confirm the Loan application on the basis of financial terms specified in the Loan offer.
- (6) The Majority Shareholder must have confirmed, if applicable, its intent to issue Negotiable Debt Securities of a type corresponding to the Negotiable Debt Securities described in the offer to purchase to be submitted to VMG.
- (7) The Rating Agencies must have confirmed that (i) the Senior Debt Issue will be granted the same ratings as existing Senior Debt Issues and (ii) that its issue will not cause the rating of existing Senior Debt Issues to be downgraded or withdrawn. From the moment the long-term rating of Crédit Foncier de France should be

downgraded to less than A3 (ADEF) or less than BBB (Fitch), the Senior Debt Issue will be subject to a formal agreement with the Rating Agencies.

- (8) The maturity date of the Senior Debt Issue's principal corresponds to a Payment Date. In general, the dates on which interest is due also correspond to Payment Dates. In the case of certain Senior Debt Issues and owing to financial market practices, it is possible that the dates on which interest is due may correspond to the yearly maturity dates of the principal, if these fall after the corresponding Payment Dates. Whenever this is so, interest periods continue to coincide with the interval between two Payment Dates.
- (9) Whenever the interest on the Senior Debt Issue is not calculated at a rate and in accordance with a formula included on the List of Indices, an Interest Rate Swap Agreement must be associated with the Senior Debt Issues.
- (10) The Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions must have been recalculated at the Calculation Date preceding the launch date, taking account of the contemplated Senior Debt Issue. In the event that these provisions are increased, Cash-Pledges must have been deposited and compliance with the Early Unwinding Rule and Provision Rule must be verified.
- (11) Taking account of the Senior Debt Issue under consideration, the aggregate of the Principal Outstanding on Units and the Issue Repayment Reserve must be greater than, or equal to, the Principal Outstanding on Senior Debt Issues on the Issue payment date and compliance with the Early Unwinding Rule must be verified.

3.2.3.3 Procedure for issuing Senior Debt

The different stages in the decision to proceed with a Senior Debt Issue are as follows:

- (1) Every year, the General Meeting of VMG shareholders grants power to the Management Board for the purpose of launching Senior Debt Issues in the form of bond issues over the course of the Effective Year following the convening of that general meeting, and deciding the terms and conditions thereof in accordance with the provisions of section L.228-41 of the Commercial Code.
- (2) At each Instruction Date preceding the end of a quarter, the Management Board submits to the Supervisory Board, as part of the Quarterly Management Report, a recommended programme of Senior Debt Issues for the following quarter. This programme takes account of the Maximum Amount Authorized and sets ceilings on each Senior Debt Issue by means of a prior Senior Debt Issue Data Sheet that states, *inter alia*:
 - a maximum Issued Amount,
 - a maximum rate of interest,
 - a maximum Additional Margin,
 - a latest settlement date.
- (3) At the Validation Date, the Supervisory Board approves the Management Board's programme of Senior Debt Issues.
- (4) The Management Board draws up a final Senior Debt Issue Data Sheet, the terms of which may under no circumstance exceed those set forth in the preliminary Senior Debt Issue Data Sheet.
- (5) If one or more Senior Debt Issues are still outstanding in the ALM Compartment to which the Senior Debt Issue concerned is to be allocated, the Management Board recalculates, at the Calculation Date, the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provisions pertaining to the said Senior Debt Issues or to the related Interest Rate Swap Agreements, taking account of the Senior Debt Issues that it intends to launch.

- (6) In the event of an increase in the combined amount of the Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions, the Management Board asks the majority Shareholder to provide Cash-Pledges, under the procedure set forth under article **3.2.5**.
- (7) Whenever interest on the Senior Debt Issue is not calculated on the basis of rates and in accordance with a formula specified in the List of Indices, the Management Board draws up an Interest Rate Swap Agreement, in accordance with the procedure set forth under article **3.2.4**.
- (8) The Management Board ensures that the Loan offer previously made to the Majority Shareholder has been accepted as provided for under article **3.2.6.3**.
- (9) The Management Board ensures that the offer to purchase Negotiable Debt Securities issued by the Majority Shareholder has been accepted as provided for under article **3.2.7.3**;
- (10) The Chairman of the Management Board approves the launch of the Senior Debt Issue.
- (11) The Management Board completes the pledging of the Financial Instruments Account in favour of the investors in this new Senior Debt Issue.

3.2.4 Interest Rate Swap Agreements

3.2.4.1 General Framework

Interest Rate Swap Agreements enable VMG to launch Senior Debt Issues bearing interest at rates other than those in the List of Indices.

An Interest Rate Swap Agreement is associated with a Senior Debt Issue and its face value is at all times equal to that of the related Senior Debt Issue, including when in Early Unwinding mode. VMG pays interest to the Counterparty at a rate and in accordance with formulas specified in the List of Indices and receives from the Counterparty all interest payable on the Senior Debt Issue.

These Interest Rate Swap Agreements must include a Comfort Letter. In the event of an Early Unwinding Event, they may provide for (i) an Additional Interest Margin and (ii) a Compensation Payment that must be settled at the first Provision Date following the occurrence of the Early Unwinding Event and in an amount limited to the balance of the Compensation Provision actually booked at the time of the Early Unwinding Event.

The Management Board provides, free of charge, to any Counterparty who so requests and at each Payment Date:

- the Average Instalment Plan for the Senior Debt Issue subject to the Interest Rate Swap Agreement,
- the amount of the Compensation Payment that would be in effect should an Early Unwinding Event occur on the Payment Date.

3.2.4.2 Preconditions

- (1) VMG must be in a Normal Amortization mode.
- (2) The Counterparty's credit risk must be:
 - rated AAA or the equivalent thereof by S&P, after taking account of special factors contributing to its upgrade or, subject to S&P's approval, rated A-1+ if the agreement provides for a margin procedure that makes it possible to transfer the agreement to another counterparty rated A-1+ in the event of a downgrading of the Counterparty,
 - rated at least A1 long term by Moody's with provisions for protective mechanisms in the event of a downgrading of the Counterparty's long-term rating below A1, and
 - rated F1+ by Fitch with provisions for protective mechanisms in the event of a downgrading of the Counterparty's rating below F1+.
- (3) The Rating Agencies must have declared that the Interest Rate Swap Agreement is not liable to cause the current ratings of Senior Debt Issues to be downgraded or withdrawn.
- (4) The face value of the Interest Rate Swap Agreement must at all times be equal to that of the Senior Debt Issue with which it is associated, including in Early Unwinding mode.
- (5) VMG pays interest to the Counterparty at a rate and in accordance with a formula specified in the List of Indices, and receives from the Counterparty all interest payable on the Senior Debt Issues.

3.2.4.3 Procedure

- (1) The Management Board refers to the Interest Rate Swap Agreement in the final Senior Debt Issue Data Sheet and ascertains that, after taking account of the Interest Rate Swap Agreement, the terms of the Senior Debt Issue remain within the limits set forth in the previous Senior Debt Issue Data Sheet.
- (2) If one or more Senior Debt Issues are still outstanding in the ALM Compartment to which the Senior Debt Issue concerned is to be allocated, the Management Board recalculates, at the Calculation Date, the Issue Remuneration Provisions and the Compensation Provisions pertaining to the said Senior Debt Issues after taking account of the contemplated Senior Debt Issue and Interest Rate Swap Agreement.
- (3) In the event of an increase in the combined amount of Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions, the Management Board asks the Majority Shareholder to provide Cash-Pledges, under the procedure set forth under article 3.2.5
- (4) The Chairman of the Management Board approves the execution of the Interest Rate Swap Agreement.

3.2.5 Cash-Pledges

3.2.5.1 General Framework

Cash-Pledges are governed by the Cash-Pledge Master Agreement, the purpose of which is the reimbursement by Crédit Foncier de France to VMG of (i) the portion of Referenced Interests Due not financed by the interest income on Units, and (ii) Compensation Payments.

At any time, the amount of Cash-Pledges is equal to the aggregate of (i) the Compensation Provision and (ii) the Issue Remuneration Provision.

3.2.5.2 Preconditions

- (1) VMG must be in Normal Amortization mode.

- (2) Cash-Pledges must comply with the Cash-Pledge Master Agreement in effect at the time it is constituted and, in particular, all terms set forth in article 5 of that Master Agreement must be fulfilled.

3.2.5.3 Procedure for applying for Cash-Pledges

The different stages in the request for Cash-Pledges are as follows:

- (1) At each Calculation Date, the Management Board recalculates the amount of the Issue Remuneration Provision and the amount of the Compensation Provision.
- (2) Whenever the above-mentioned provisions must be raised in the period between two successive Calculation Dates, the VMG Management Board submits an application for Cash-Pledges to Crédit Foncier de France, before 11 a.m. on the Calculation Date.
- (3) At the following Constitution Date, Crédit Foncier de France sends to VMG a notice of availability and transfers the amount of Cash-Pledges requested to the Specific Cash Account.

3.2.6 Loans to the Majority Shareholder

3.2.6.1 General Framework

VMG extends Loans to its Majority Shareholder, an entity that is part of the same group of companies as VMG and satisfies the criteria set forth under article L.511-7-3 of the Monetary and Financial Code. Each Loan is granted pursuant to the Loan Master Agreement and matched by a Senior Debt Issue used to refinance it.

Accordingly, whenever VMG launches a new Senior Debt Issue, it extends a new Loan to the Majority Shareholder, related to the said Senior Debt Issue, effective at the date of payment of the said Senior Debt Issue. The amount, interest rate, terms of redemption and payment of interest on the Loans depend on the amount, interest rate, terms of redemption and payment of interest on the Senior Debt Issue, after taking account, if applicable, of the Interest Rate Swap Agreement associated with the Senior Debt Issue.

In the event of Early Unwinding, the interest rate and repayment date of the Loan remain unchanged from those agreed upon at the time the Loan was granted.

In view of the fact that VMG is not entitled to specific commissions under the Loan Master Agreement, the Majority Shareholder reimburses VMG (i) its Initial Expenses, whenever a Loan become available and (ii) Recurring Expenses incurred by VMG for the matching Senior Debt Issue, at each Payment Date.

3.2.6.2 Preconditions

- (1) VMG must be in Normal Amortization mode.
- (2) The Loan must comply with the Loan Master Agreement in effect at the time it is granted and in particular all provisions set forth in article 6 of the said Master Agreement must be fulfilled.
- (3) The amount of the Loan must be equal to the Proceeds from the Senior Debt Issue.
- (4) The date at which the Loan is made available must coincide with the date of payment of the Senior Debt Issue.
- (5) In Normal Amortization mode, the instalment plan for the Loan's principal is the same as that governing the principal of the Senior Debt Issue and the dates on which interest falls due on the Loan and the Senior Debt Issue coincide.

- (6) Under Early Unwinding mode, the instalment plan for the interest and principal of a Loan remains unchanged from that agreed upon at the time the Loan was granted
- (7) The interest rate on the Loan is equal to the Issuing Yield, calculated in terms of the net proceeds for VMG, after taking account, if applicable, of the Interest Rate Swap Agreement, with a premium of 0.01 percent, rounded up to the next basis point.

3.2.6.3 *Loan granting procedure*

- (1) The Majority Shareholder may at any time make a request for a Loan with VMG, stating the principal characteristics of the Loan sought.
- (2) VMG is free to accept or reject a application for a Loan from the Majority Shareholder; if it accepts, it sends the Majority Shareholder a Loan Offer stating the principal characteristics of the proposed Loan, including its amount, a maximum interest (or margin) as well as an availability deadline; VMG may also at its own initiative offer a Loan to the Majority Shareholder.
- (3) If the Majority Shareholder accepts the offer, it addresses an acceptance notice to VMG before 5 p.m. on the same day the loan offer is received; the acceptance notice is irrevocably binding on the Majority Shareholder on the basis of the terms offered by VMG.
- (4) Upon the execution of the agreement to launch a Senior Debt Issue for the purpose of financing the Loan, VMG confirms that the Loan will be made available.
- (5) VMG instructs the Settlement Bank, subject to the collection of the Net Issuing Proceeds used to refinance the Loan, to transfer to the Majority Shareholder the amount of the Loan, net of Initial Expenses incurred for the Senior Debt Issue concerned.

3.2.7 *Purchase of Negotiable Debt Security issued by the Majority Shareholder*

3.2.7.1 *General framework*

VMG may use all the proceeds from a Senior Debt Issue to purchase Negotiable Debt Securities issued by Crédit Foncier de France, instead of extending a Loan to Crédit Foncier de France as set forth in article 3.2.6 *Loans to the Majority Shareholder*.

VMG purchases Negotiable Debt Securities issued by its Majority Shareholder, which is a company belonging to the same Group as VMG. Each purchase of Negotiable Debt Security is governed by the Subscription Master Agreement and matched with a Senior Debt Issue used to refinance the said acquisition.

Accordingly, whenever VMG launches a new Senior Debt Issue, it may purchase new Negotiable Debt Securities associated with that Senior Debt Issue, on the same date as the payment date of the said Senior Debt Issue. The amount, interest rate, terms of redemption and payment of interest on the Negotiable Debt Securities depend on the amount, interest rate, terms of redemption and payment of interest on the Senior Debt Issues.

In the event of Early Unwinding, the interest rate and repayment dates of the Negotiable Debt Securities remain unchanged from those agreed upon at the time they were issued by the Majority Shareholder and purchased by VMG.

The Majority Shareholder undertakes to reimburse VMG (i) its Initial Expenses, at the time the Negotiable Debt Securities are purchased and (ii) Recurring Expenses incurred by VMG for the matching Senior Debt Issue, at each Payment Date.

3.2.7.2 Preconditions

- (1) VMG must be in Normal Amortization mode.
- (2) The purchase of Negotiable Debt Securities must comply with the Subscription Master Agreement in effect when the Negotiable Debt Securities are issued and, in particular, all provisions pertaining to such purchases as set forth in article 6 of that Master Agreement must be fulfilled.
- (3) The amount of the Negotiable Debt Security purchased must be equal to the Proceeds from the Senior Debt Issue.
- (4) The date at which the Negotiable Debt Securities are purchased must coincide with the date of payment of the Senior Debt Issue.
- (5) In Normal Amortization mode, the maturity of the Negotiable Debt Securities is the same as the instalment plan of the Senior Debt Issue's principal and the dates on which interest falls due on the Negotiable Debt Securities and the Senior Debt Issue coincide.
- (6) In Early Unwinding mode, the interest rate and repayment dates of the Negotiable Debt Securities remain unchanged from those agreed upon at the time the Negotiable Debt Securities were purchased.
- (7) The interest rate on Negotiable Debt Securities is equal to the Issuing Yield, calculated in terms of the net proceeds received by VMG, with a premium of 0.01 percent, rounded up to the next basis point.

3.2.7.3 Procedure for purchasing Negotiable Debt Securities

- (1) The Majority Shareholder may at any time make an offer to VMG to purchase Negotiable Debt Securities, stating the principal characteristics of the securities it would like to issue.
- (2) VMG is free to accept or reject the purchase offer made by the Majority Shareholder; if it accepts, it specifies to the Majority Shareholder the principal characteristics of the Negotiable Debt Security it would like to purchase, including the amount, a maximum interest rate (or margin) as well as a put option; similarly, VMG may also at its own initiative make an offer to the Majority Shareholder regarding the purchase of Negotiable Debt Securities.
- (3) If the Majority Shareholder accepts the offer, VMG deposits the purchase price in Crédit Foncier de France's account at the date of purchase.
- (4) VMG instructs the Settlement Bank, subject to the collection of the Net Issuing Proceeds used to finance the purchase of Negotiable Debt Securities, to transfer to the Majority Shareholder the purchase price, net of Initial Expenses incurred for the Senior Debt Issue in question.

3.2.8 VMG cash management

3.2.8.1 General framework

On each Payment Date and Constitution Date, VMG has temporary cash balances that it may invest as follows:

- in euro-denominated government bonds;

- in euro-denominated debt securities with a maturity date and traded on an official market, or euro-denominated negotiable debt instruments with a maturity date, corresponding to the following rating and maturity criteria:

	S&P
maturity > 1 year	AAA
60 days < maturity <= 1 year	A-1+
maturity <= 60 days	A-1

	Fitch
maturity > 1 year	AAA
1 month < maturity <= 1 year	AA- / F1+ (*)
maturity <= 1 month	A / F1

(*) VMG may invest cash with Crédit Foncier de France for a period in excess of one month if the rating by Fitch is not below A/F1. These investments will comply with the other maturity restrictions listed below. Accordingly, Crédit Foncier de France entered into the following commitment on August 28, 2008:

In the context of Certificates of Deposit issued or to be issued, which have been or which will be subscribed by Vauban Mobilisations Garanties (VMG), Crédit Foncier de France undertakes hereunder to repay early said Certificates of Deposit if Fitch's long-term rating on CFF falls below a threshold set at A or if Fitch's short-term rating on CFF is downgraded below a threshold set at F1. This repayment will take the form of a purchase at face value of the securities, plus any accrued interest, within a maximum of thirty (30) calendar days following the aforementioned downgrade.

This agreement will end on the date this commitment undertaken by Crédit Foncier de France expires.

	Moody's	
	LT	ST (**)
maturity > 6 months	Aaa	Prime-1
6 months <= maturity > 3 months	Aa3	Prime-1
3 months <= maturity > 1 month	A1	Prime-1
maturity <= 1 month	A2	Prime-1

(**) excluding debt securities with a maturity of 1 month or less for which a single rating is necessary.

or

- Euro-denominated units in money market funds or shares in open-end money market investment companies, rated no lower than AAAM by S&P and Aaa and MR1+ by Moody's or AAA/V1 or F1+ by Fitch, or
- Any other investment subsequently authorized by the Rating Agencies.

VMG is limited to four types of investment transactions, namely:

- it may invest an amount equal to the balance of the Compensation Provision, from the second Business Day following a Calculation Date until the following Provision Date; Interest Income from such investments is used as a basis for calculating the Cash-Pledge Immobilization Indemnity;
- it may invest an amount equal to the balance of the Issue Remuneration Provision from the second Business Day following a Calculation Date until the following Provision Date;

Interest Income from such investments is also used as a basis for calculating the Cash-Pledge Immobilization Indemnity;

- it may invest an amount equal to the balance of the Issue Repayment Reserve, from one Payment Date to the next; Interest Income from such investments is used as a basis for calculating the Matched Floating-Rate Interest on the Subordinated Loans.

Available-for-Sale Securities corresponding to the three types of investments listed above are deposited in the Financial Instruments Account.

- it may also invest other cash balances, from one Payment Date to the next; income from the investment of such sums is used as a basis for calculating the Global Floating-Rate Interest on Subordinated Loans.

At each Payment Date, the Management Board disposes of and repurchases, or has a third party dispose of and repurchase on its behalf, unlisted Available-for-Sale Securities without a maturity date (shares of UCITS), for the purpose of turning unrealized capital gains into Investment Income.

3.2.8.2 *Preconditions*

- (1) Available-for-Sale Securities must be denominated in euro, included in the list referred to hereunder and may be deposited with an authorized financial intermediary.
- (2) Cash invested corresponding to the Compensation Provision must be liquid at the next Provision Date.
- (3) Other investments must be liquid at the next Payment Date.
- (4) Securities corresponding to the invested Issue Repayment Reserve, Issue Remuneration Provision and Compensation Provisions must be deposited in the Financial Instruments Account.

3.2.8.3 *Procedure for acquiring Available-for-Sale Securities*

Available-for-Sale Securities are purchased by the Cash Manager in accordance with the Cash Management Agreement.

3.2.9 *Repurchase and retirement of a Senior Debt Issue*

3.2.9.1 *General framework*

The VMG Management Board may have an opportunity to arrange for the repurchase by VMG of all or part of a Senior Debt Issue, at current market conditions, under the terms stated below. Such repurchase would automatically entail the retirement of the corresponding paper, and is taken into account in calculations for the purpose of Management Rules referred to in subsection 3.1.

3.2.9.2 *Preconditions*

In order to agree to the repurchase by VMG of all or part of a Senior Debt Issue, the Management Board must first ensure that the conditions precedent listed below are fulfilled:

1. VMG must be in Normal Amortization mode.
2. The Majority Shareholder must have a long-term rating of no less than BBB- (S&P) or A3 (ADEF) and BBB (Fitch).
3. The VMG Management Board must have offered to the Majority Shareholder either to repurchase an identical portion of the outstanding Majority Shareholder's Negotiable Debt Securities, issued and purchased in consideration for the matching Senior Debt Issues concerned, as provided for in subsection 3.2.7; or to redeem early an identical

portion of the outstanding Loans granted to the Majority Shareholder in consideration for the matching Senior Debt Issues concerned, as provided for in subsection 3.2.6; the settlement of the foregoing repurchases or redemptions is a condition precedent for the repurchase of the paper by VMG.

4. The repurchase of Senior Debt Issues by VMG and the repurchase of Negotiable Debt Security or early redemption of Loans by the Majority Shareholder must not be contrary to the provisions of the corresponding issuing agreements, or to regulations governing the Senior Debt Issues, Negotiable Debt Security or Loans concerned.
5. The repurchase of Senior Debt Issues by VMG and the repurchase of Negotiable Debt Security or early redemption of Loans by the Majority Shareholder must take place on a Payment Date and be for an identical amount, corresponding to the same respective portion of the Face value of the Senior Debt Issues concerned and the Face value of the Negotiable Debt Security or Loans concerned.
6. Any transaction must be at fair market prices. These prices are derived from the quotations, on the day of the transaction, by two financial institutions trading in the Senior Debt Issues concerned. In the absence of a quoted price for the Senior Debt Issues concerned, the price is estimated:
 - . based on quotations by two institutions trading in at least three issues of Senior Debt Issues,
 - . by selecting from among the above Senior Debt Issues that which has the closest maturity to the Senior Debt Issues concerned, and
 - . increasing by one-tenth the standard margin used to make the estimation, in order to take into account the impact of the lack of a quoted price on the market price of the Senior Debt Issues concerned.

The Management Board asks a third party to confirm that the proposed terms of repurchase of unquoted Senior Debt Issues are consistent with the market.

3.2.9.3 *Repurchase procedure*

Subject to the above conditions precedent, the repurchase by VMG of all or part of a Senior Debt Issue must comply with the following procedure:

1. VMG has received an offer for the repurchase of all or part of a Senior Debt Issue, at fair market prices.
2. VMG asks the Majority Shareholder to repurchase an identical portion of the Negotiable Debt Security acquired or to repay an identical portion of the Loan granted in consideration for the matching Senior Debt Issues concerned, at the same terms as those offered by the proposed purchaser of the Senior Debt Issues.
3. The Majority Shareholder makes known its approval of the terms proposed by VMG.
4. The Majority Shareholder pays to VMG the sums due for the repurchase of the Negotiable Debt Security concerned, or for the repayment of the Loan concerned and, if applicable, VMG instructs the Settlement Bank to deliver the said Negotiable Debt Securities.
5. VMG instructs the Settlement Bank to settle the repurchase of the Senior Debt Issues and to retire the corresponding securities on deposit with the central custodian.
6. VMG fulfils, or arranges for a third party to fulfil on its behalf, any disclosure or registration formalities required by regulations governing the transaction.

3.3 Order of priority and allocation of cash flow

The allocation of cash flow involves two bank demand deposit accounts (the General Cash Account and the Specific Cash Account) and ledger accounts in the books of VMG (the Referenced Interest Accounts, the Referenced Principal Accounts and the General Account).

A Referenced Interest Account and a Referenced Principal Account are kept for each ALM Compartment. Referenced Interest Accounts are used to report interest income and expenses as well as receipts and disbursements by each ALM Compartment. The Referenced Principal Accounts are used to report receipts and disbursements of principal by VMG on each ALM Compartment's assets and Senior Debt Issues. The General Account is used to report the margin generated by VMG and overhead expenses. Cash flow generated by all transactions passes through either the General Cash Account or the Specific Cash Account.

Each ALM Compartment is also combined with a Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration and a Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Compensation, in which the Cash-Pledges set aside for the corresponding provisions are reported.

For the purpose of allocating cash flow, in either Normal Amortization or Early Unwinding mode, the Management Board:

- calculates the amount to be set aside as Issue Repayment Reserves, Issue Remuneration Provisions and Compensation Provisions;
- collects, or arranges for a third party to collect on its behalf, Available Funds at the Payment Dates and Provision Dates, in either the General Cash Account or the Specific Cash Account;
- allocates the Available Funds in the books to the Referenced Interests Accounts, the Referenced Principal Accounts or the General Account;
- instructs the Settlement Bank to pay commissions and expenses and to distribute interest on Senior Debt Issues, with the specification that payments and distributions are carried out in the order of priority stated for them in subsections 3.3.1.3 and 3.3.2.3 below, and charged to either the General Cash Account or the Specific Cash Account, up to the balance of the Referenced Interest Accounts, the Referenced Principal Accounts, the Cash-Pledges: Provision for Referenced Remuneration, the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Compensation and of the General Account
- lastly, invests or arranges to have invested, new funds available after distributions.

3.3.1 Normal Amortization mode

3.3.1.1 Collection of Available Funds

On each Payment Date:

- the custodian of the debt securitization funds or securitization vehicle arranges for the transfer of the principal and interest distributed on Units to the Specific Cash Account;
- the Majority Shareholder transfers to the General Cash Account the principal, interest and expenses due on Loans on the Payment Date concerned

On each Provision Date and each Payment Date, the Management Board transfers or arranges to have transferred to the General Cash Account all Interest Income generated by Available-for-Sale Securities registered on the General Financial Securities Account, and to the Specific Cash Account all Interest income generated by Available-for-Sale Securities registered in the Financial Instruments Account.

On each Constitution Date the Management Board asks Crédit Foncier de France to transfer to the Specific Cash Account an amount corresponding to the Cash-Pledges that must be deposited on that date.

On each Payment Date, the Management Board transfers or arranges to have transferred from the Specific Cash Account to the General Cash Account a sum that causes the balance of the Financial Instruments Account and the Specific Cash Account to be reduced to the amount of (i) the Units and (ii) the Available-for-Sale Securities and Cash with a combined value equal to the aggregate of the Issue Repayment Reserve, the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provisions

Upon each request for Financial Advances, the Management Board asks the Majority Shareholder to transfer to the General Cash Account the amount of the Advance provided on that date.

3.3.1.2 Appropriations

3.3.1.2.1 Appropriation of interest income

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board appropriates to the Referenced Interest Account:

- referenced Interests Received;
- interest and commissions received on Loans;
- interest Income earned on the investment of the Issue Repayment Reserve, the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provision.

On each Payment Date, the Management Board appropriates to the General Account all Interest Income from the investment of the balance of the General Account since the previous Payment Date.

3.3.1.2.2. Appropriation of Principal

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board appropriates to the Referenced Principal Account:

- the principal redeemed on Units held by the ALM Compartment concerned,
- the principal repaid on Loans granted by the ALM Compartment concerned,
- the principal redeemed on Negotiable Debt Security held by the ALM Compartment concerned.

3.3.1.2.3 Appropriation of provisions

On each Constitution Date and for each ALM Compartment, the Management Board appropriates:

- to the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration the amount of Cash-Pledges corresponding to the increase on that date of the concerned ALM Compartment's Issue Remuneration Provision;
- to the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Compensation the amount of Cash-Pledges corresponding to the increase on that date of the concerned ALM Compartment's Provision for Cash-Pledges

3.3.1.2.4 Appropriation of Financial Advances

Whenever an Advance is requested, the Management Board appropriates the amount of the Advance granted to the Associate's Current Account.

3.3.1.3 Distributions

3.3.1.3.1 Refund of Cash-Pledges

On each Restitution Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to remit to Crédit Foncier de France, as refund of Cash-Pledges, a sum equal to the reduction in the aggregate of the Issue Remuneration Provision and Compensation Provision between the two Calculation Dates immediately preceding that Restitution Date, by debiting the Specific Cash Account and for up to the balance in either the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Interest, or the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Compensation, depending on which provision has been reduced.

3.3.1.3.2 Payment of Commissions

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to the Subcontractor Recurring Expenses and Referenced Commissions, by withdrawing the sums concerned from the General Cash Account, up to the balance of the Referenced Interest Account.

3.3.1.3.3 Interest paid out on Senior Debt Issues and to Counterparties

For each ALM Compartment and on each Payment Date that corresponds to a date when interest on one or more Senior Debt Issue is due, the Management Board instructs the Settlement Bank to:

1. settle with the Counterparties the interest paid and received during the quarter for each Interest Rate Swap Agreement;
2. pay to the Paying Agent a sum equal to the interest payable on the Senior Debt Issues on the Payment Date, along with the corresponding remuneration due to the Paying Agent;

by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the Referenced Interest Account.

3.3.1.3.4 Principal redeemed on Senior Debt Issues

For each ALM Compartment and on each Payment Date that corresponds to a date when payment of principal is due on one or more Senior Debt Issue, the Management Board instructs the Settlement Bank to:

- pay to the Paying Agent a sum equal to the principal payable one or more Senior Debt Issue on the Payment Date, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the Referenced Interest Account;
- pay to the Paying Agent a sum equal to the remuneration due, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the Referenced Interest Account.

3.3.1.3.5 Fixed and Variable Interest Matched with Subordinated Loans

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to the Majority Shareholder the Fixed and Variable Interest Matched with Subordinated Loans, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the Referenced Interest Account.

3.3.1.3.6 Repayment of Subordinated Loans

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to the Majority Shareholder for the amortization of Subordinated Loans a principal sum equal to any positive difference between (i) the aggregate of the Units Outstanding and the Issue Repayment Reserve on the preceding Payment Date, and (ii) the aggregate of the Units Outstanding and the Issue Repayment Reserve on the current Payment Date, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the Referenced Interest Account.

3.3.1.3.7 Immobilization Indemnity

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to Crédit Foncier de France the Immobilization Indemnity, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the Referenced Interest Account.

3.3.1.3.8 Repayment of Financial Advances

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to repay to the Majority Shareholder any Financial Advances due, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the General Account.

3.3.1.3.9 Global Floating-Rate Interest

On each Payment Date immediately following the approval date of VMG's annual accounts, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to the Majority Shareholder the Global Floating-Rate Interest on Subordinated Loans, by debiting the General Cash Account and for up to the balance of the General Account.

3.3.1.4 Investment of available funds

On each Payment Date, the Management Board moves, or arranges for the moving, separately, of the balance of the Specific Cash Account to the Financial Instruments Account and the balance of the General Cash Account to the General Financial Securities Account.

On each Constitution Date and on each Provision Date, including on Provision Dates coinciding with Payment Dates, the Management Board moves, or arranges to have moved, the sums corresponding to the balance of the Cash-Pledge Accounts: Provision for Referenced Interest and of the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Compensation on the Financial Instruments Account, by debiting the Specific Cash Account.

3.3.2 Early Unwinding scenario

3.3.2.1 Collection of Available Funds

On each Payment Date:

- the custodian of debt securitization funds or securitization vehicles arranges for the transfer to the Specific Cash Account of the principal and interest paid out on Units;
- the Majority Shareholder arranges for the transfer to the General Cash Account of any principal, interest and expenses payable on Loans on the Payment Date concerned.

On each Provision Date and on each Payment Date, the Management Board transfers or arranges for the transfer to the General Cash Account of Interest Income earned on Available-for-Sale Securities in either the General Financial Securities Account or the Financial Instruments Account.

Upon each request for Financial Advances, the Management Board asks the Majority Shareholder to transfer to the General Cash Account the amount of the Advance to be provided on that date.

3.3.2.2 Appropriations

3.3.2.2.1 Appropriation of Interest

On each Payment Date following a changeover to Early Unwinding, the Management Board appropriates to the General Account any Interest Income collected on Available-for-Sale Securities in either the General Financial Securities Account or the Financial Instruments Account.

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board appropriates any Referenced Interests Received to the Referenced Interest Account.

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board appropriates any interest and commissions collected on Loans or on Negotiable Debt Securities to the General Account.

3.3.2.2.2 Appropriation of Principal

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board appropriates:

- to the Referenced Principal Account the amount of principal collected on Units held by that ALM Compartment, up to the Principal Outstanding on Senior Debt Issues;
- to the General Account the balance of the amount of principal collected on Units held by that ALM Compartment and any principal received on Loans extended by that ALM Compartment.

3.3.2.2.3 Appropriation of Financial Advances

Upon each request for Financial Advances, the Management Board appropriates any Advance made as of that date to the Associate's Current Account.

3.3.2.3 Distributions

3.3.2.3.1 Compensation Payments

For each ALM Compartment and on the first Provision Date immediately following the changeover to Early Unwinding mode, the Management Board instructs the Settlement Bank to:

- remit to the Paying Agent the Compensation Payment due on each Senior Debt Issue;
 - remit to each Counterparty the Compensation Payment payable to that Counterparty pursuant to Interest Rate Swap Agreements;
- by debiting the Specific Cash Account and up to the balance of the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Compensation;
- Remit to the paying Agent a sum corresponding to the corresponding remuneration due to it, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

3.3.2.3.2 Payment of Commissions

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to the Subcontractor Recurring Expenses and Referenced Commissions due to the Subcontractor, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the Cash-Pledges: Provision for Referenced Remuneration and, in the event of an insufficient balance being available, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

3.3.2.3.3 Interest paid out on Senior Debt Issues and to Counterparties

On each Payment Date and for each ALM Compartment, the Management Board instructs the Settlement Bank to:

- settle with the Counterparties the interest paid and received during the quarter for each Interest Rate Swap Agreement;
- pay to the Paying Agent a sum equal to the interest payable on the Senior Debt Issues on the Payment Date, along with the corresponding remuneration due to the Paying Agent;

by debiting the Specific Cash Account and for up to the combined balance of the Referenced Interest Account and of the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration and, in the event of an insufficient balance being available, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

3.3.2.3.4 Principal redeemed on Senior Debt Issues

For each ALM Compartment and on each Payment Date following a changeover to Early Unwinding mode, the Management Board instructs the Settlement Bank to:

- remit to the Paying Agent a sum equal to the balance of the Issue Repayment Reserve for the sequential redemption of Senior Debt Issues in the order of their Residual Life to Maturity, by debiting the Specific Cash Account by up to the balance of the Referenced Principal Account;
- remit to the Paying Agent a sum equal to the remuneration due, by debiting the Specific Cash Account by up to the balance of the Referenced Interest Account and of the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration and, in the event of an insufficient balance being available, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

For each ALM Compartment and on each Payment Date, the Management Board instructs the Settlement Bank to:

- remit to the Paying Agent a sum equal to the principal redeemed on Units for the purpose of the sequential redemption of Senior Debt Issues in the order of their Residual Life to Maturity, by debiting the Specific Cash Account by up to the balance of the Referenced Principal Account;
- remit to the Paying Agent a sum equal to the remuneration due, by debiting the Specific Cash Account by up to the balance of the Referenced Interest Account and of the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration and, in the event of an insufficient balance being available, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

3.3.2.3.5 Balance of Referenced Interest Account

For each ALM Compartment and on each Payment Date effective upon the full redemption of Senior Debt Issues issued by the ALM Compartment concerned, the Management Board transfers the combined balance of the Referenced Interest Account and of the Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration to the General Account and transfer or arranges for the transfer of cash in the same amount from the Specific Cash Account to the General Cash Account.

3.3.2.3.6 Interest on Subordinated Loans and Cash-Pledge Immobilization Indemnity

On each Payment Date effective upon the full redemption of all Senior Debt Issues, the Management Board instructs the Settlement Bank to remit to the Majority Shareholder the combined total of the three amounts payable to it as Fixed and Variable Matching Interest on Subordinated Loans and the Cash-Pledge Immobilization Indemnity, by debiting the General Cash Account for up to the balance of the General Account. If the balance available is insufficient, payment is allocated rateably to the three amounts due.

3.3.2.3.7 Repayment of Subordinated Loans and Refund of Cash-Pledges

On each Payment Date effective upon the full redemption of all Senior Debt Issues, the Management Board instructs the Settlement Bank to remit to the Majority Shareholder the combined total of the two amounts due to it as repayment of Subordinated Loans and refunds of Cash-Pledges, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account. If the balance available is insufficient, funds are allocated rateably to the two amounts due.

3.3.2.3.8 Repayment of Financial Advances

On each Payment Date effective upon the full redemption of all Subordinated Loans and full refund of all Cash-Pledges, the Management Board instructs the Settlement Bank to repay to the Majority Shareholder any outstanding Financial Advances, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

3.3.2.3.9 Global Floating-Rate Interest

On each Payment Date after the full repayment of all Financial Advances, the Management Board instructs the Settlement Bank to pay to the Majority Shareholder the Global Floating-Rate Interest due on Subordinated Loans, by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account.

3.3.2.4 Investment of available funds

On each Payment Date, the Management Board moves or arranges for the moving, separately, of the balance of the Specific Cash Account to the Financial Instruments Account and for the balance of the General Cash Account to the General Financial Securities Account.

3.4 Subcontracting of management

VMG has entered into a subcontracting agreement with the Subcontractor, pertaining to the carrying out, further to instructions by the Management Board, of the Management Operations necessary to fulfil the company's object.

The Subcontractor has undertaken to perform the legal and financial acts assigned to VMG, on behalf of and for the account of VMG, under the terms set forth in the Subcontracting Agreement and in compliance with these Internal Regulations.

The Subcontractor provides financial accounting, legal and administrative management services for authorized transactions and reports monthly thereon.

The Subcontractor pays all current expenses arising from the assignments given to it and which are covered by the inclusive Commission paid to the Subcontractor.

The Subcontractor pays for all Extraordinary Requirements on behalf of VMG (other than current expenses) first by debiting the General Cash Account by up to the balance of the General Account, and in the event that funds are insufficient, using Financial Advances provided by the Majority Shareholder.

3.4.1 Financial Advances

3.4.1.1 General framework

VMG may at any time receive Financial Advances from its Majority Shareholder pursuant to the Master Agreement on Shareholders' Current Account Advances, for the purpose of financing VMG's Extraordinary Requirements.

Repayments on Financial Advances are made quarterly on each Payment Date, for up to the balance of the General Account.

Because of the Majority Shareholder's general interest in the transaction and its receipt of the Global Floating-Rate Interest pursuant to the Subordinated Loan Master Agreement, no interest is paid to the Majority Shareholder on such Financial Advances.

3.4.1.2 Preconditions

1. Financial Advances must be provided pursuant to the Master Agreement on Shareholders' Current Account Advances in effect at the time they are made available and, in particular, all implementation terms set forth in article 6 of that Master Agreement must be complied with.
2. Extraordinary Requirements are not charged to the Subcontractor and may not be paid in whole or in part out of the General Cash Account.

3.4.1.3 Procedure for applying for Financial Advances

Applications for Financial Advances entail the following steps:

1. The Subcontractor informs the Majority Shareholder of its request no later than two Business Days prior to date on which an Advance is to be extended.
2. Upon receipt of the application for an Advance, the Majority Shareholder notifies the Subcontractor that the Advance is being provided and arranges to have the amount of the Advance transferred to the General Cash Account on the date it is to be extended.

4. Relationship between the Management and Governing Bodies

VMG's management and governing bodies transact business on a quarterly basis over the calendar year. However, if it is in the company's interest, the Supervisory Board may convene as frequently as needed, in accordance with section 25 of the memorandum and articles of association.

The Management Board, pursuant to section L.225-68 (4) of the French Commercial Code, prepares a Quarterly Management Report on the business of VMG, in which it provides details in a first part of the transactions performed during the quarter ended and, in a second part, of those planned for the following quarter.

Regardless of the Management scenario, be it in Normal Amortization or Early Unwinding mode, the Management Board prepares a Quarterly Management Report. Monitoring by the Supervisory Board is unchanged regardless of the Management scenario. However, the content of the Report varies in accordance with the acts authorized under Normal Amortization and Early Unwinding mode.

4.1 Procedure under Normal Amortization

At their quarterly meeting, the members of the Supervisory Board must verify that:

- the Management Board has properly performed Management Operations in the quarter ended;
- the Management Board has duly complied with the Management Rules;
- the transactions for the quarter have been fully reported in the VMG accounts.

Should the Supervisory Board note that an Early Unwinding Event occurred during the quarter ended, it asks the Management Board to resolve an Early Unwinding. In the event of a continued disagreement between the two bodies regarding this matter, the dispute is brought before the General Meeting of Shareholders at the initiative of the Management Board, which must convene an Ordinary General Shareholders' Meeting at the earliest convenience.

The members of the Supervisory Board will be called upon, based on the Quarterly Management Report (Appendix 5), to approve the transactions performed during the previous quarter, and to grant prior approval for transactions projected for the following quarter.

4.1.1 Transactions performed during the previous quarter:

- validation of the consistency of a Senior Debt Issue with characteristics previously approved for it (Senior Debt Issues Data Sheet on Bonds, Negotiable Debt Securities, Bank Borrowings and all related Interest Rate Swap Agreements);
- validation of the consistency of a purchase of Units with the Loan File as submitted to the Supervisory Board;
- validation of the Subordinated Loan provided by the Majority Shareholder under the terms reported at the previous meeting of the Supervisory Board;
- validation of the re-use of the proceeds from Senior Debt Issues and the conditions thereof, in terms of the factors set forth at the Supervisory Board meeting which initially approved it;
- review of payments made at the last Payment Date;

- verification that no problems arose on the previous Payment Date;
 - review of the investment of cash balances for the quarter ended;
 - review of the reserves and provision set aside: Compensation Provisions required by the Senior Debt Issues and the Interest Rate Swap Agreements, i.e.
1. on each Calculation Date, the Management Board estimates the amount of the Issue Remuneration Provision and, if necessary, sends a request for Cash-Pledges to Crédit Foncier de France;
 2. on each Calculation Date, the Management Board estimates the amount of the Compensation Provisions and, if necessary, sends a request for Cash-Pledges to Crédit Foncier de France;
 3. on each Provision Date, VMG verifies the account statement to ensure that the new Cash-Pledges provided has been properly included in the balance of the VMG Specific Cash Account;
 4. on the date of the Monthly Meeting immediately following the above Provision Date and for each ALM Compartment, the Management Board reports to the Supervisory Board:
 - the new balance of the Financial Instruments Account and of the Specific Cash Account,
 - the new balance of the Compensation Provisions,
 - the new balance of the Issue Remuneration Provision;
- validation of sums to be refunded to the Majority Shareholder pursuant to claims on all or part of the Cash-Pledges provided;
 - validation of sums withdrawn from the Specific Cash Account.

4.1.2 Projects for the following quarter:

- authorizations to acquire Units;
- grant of authority to the Management Board for the purpose of adding the foregoing new assets to the VMG Financial Instruments Account for the benefit of the Investors;
- prior approval of Senior Debt Issues with features set forth in a provisional Senior Debt Issues Data Sheet (Bonds, Negotiable Debt Instruments, Bank Borrowing);
- prior projection of provision and reserve adjustments in the event of new acquisitions of Units or new Senior Debt Issues;
- review and prior authorization of payments to be made at the next Payment Date;
- prior approval of the sums to be withdrawn from the Specific Cash Account.

4.2 Procedure in the event of Early Unwinding

The triggering of an Early Unwinding causes sums payable on Senior Debt Issues to become due, up to the amounts available on each Payment Date, the suspension of all repayments of Subordinated Loans, Shareholders' Current Account Advances and Cash-Pledges. Accordingly, Management Operations that the Management Board may perform are limited to repayments to Investors. In this particular instance, the Supervisory Board performs a more limited review of VMG's activities, as the Management Board's power has been reduced.

The Management Report must also be divided into two parts, one pertaining to transactions performed over the previous quarter and the other on projected repayments for the following quarter.

4.2.1 Previous quarter's transactions

The Supervisory Board must check the source of sums for which payments are made and their appropriation in light of the payment sequence applicable to the specific situation:

- validation of the appropriation to the Investors of cash proceeds from Units;
- verification that payments are made in the order of priority set forth in the case of Early Unwinding Events, until all Investors are fully compensated;
- validation of payments made by the Management Board on the first Restitution Date following the Early Unwinding, and in particular of the payment to Investors of the Compensation Payments on Senior Debt Issues outstanding;
- verification of the payment of Principal and Interest, including Additional Margins, on Senior Debt Issues from the Specific Cash Account;
- after all Investors have been fully compensated, verification of the new payment sequence of creditors.

4.2.2 Forecasts for the following quarter

- None.

APPENDIX 1- Units Data Sheet

General features			
Debt Securitization Fund or Securitization vehicle			
Inception Date of the Fund			
Rating			
Aggregate face value			
Assigning entity			
Management company			
Custodian			
Settlement Bank			
Planning / Implementation			
Receivables			
Source			
Type			
Number			
Face value			
Net annual interest rate			
Residual Life to Maturity			
Instalment plan			
Final repayment date			
Units	P Units	S Units	
Rating			
Investment			
Number of Units			
Face value			
Aggregate amount			
Payment Dates			
Interest period			
Scheduled redemption date			
Final redemption date			
Nominal rate of interest			
Purchase price			
Coverage of P Units			
Proposed purchase			
Type of Units			
Amount of the Senior Debt Issues			
Proceeds from the Senior Debt Issues			
Theoretical Instalment Plan	Payment Date	Principal	Interest
Average Instalment Plan	Payment Date	Principal	Interest
Initial Average Assumption			
Anticipated Monthly Redemption Rate			
Monthly Default Ratio			
Comments			

APPENDIX 2 – Available-for-Sale Securities Data Sheet

UCITS

UCITS name
Legal form
COB Classification
Rating
Custodian
Management company
Frequency of calculation of net value daily (mandatory)
Sensitivity range
Euroclear France delivery to the settlement bank (mandatory)

FRENCH GOVERNMENT BONDS

Type of government bonds (BTF or BTAN)
Date of issue
Maturity date
Nominal interest rate
Interest payment (discounted/annual)
Euroclear France delivery to the settlement bank (mandatory)

NEGOTIABLE DEBT INSTRUMENTS

Type of instruments (BISF-CDN-BT-BMTN)
Issuer
Rating
Date of issue
Maturity date
Nominal interest rate
Interest payment
Euroclear France delivery to the settlement bank (mandatory)

TERM DEPOSITS

Financial institution
Rating
Date of issue
Maturity date
Nominal interest rate
Interest payment

APPENDIX 3 – Senior Debt Issue Data Sheet

Characteristics of the Senior Debt Issues

ISIN Code
Legal form (bonds – BT – BMTN)
Aggregate value of Senior Debt Issues
Face value of securities
Number of securities
Net Issuing Proceeds

Effective date
Payment Date
Expiration date
Life
Average maturity of the Senior Debt Issues

Nominal interest rate in % (if fixed rate)
Type of indexation (if floating or adjustable rate)
Mark-up over index (if floating or adjustable rate)
Minimum rate (if floating or adjustable rate)
Maximum rate (if floating or adjustable rate)
First coupon rate (if floating or adjustable rate)
Number of coupons per year
Date of first coupon

Type of amortization
Date of first redemption
Redemption price

Additional remuneration rate (if fixed rate)
Additional remuneration yield (if floating or adjustable rate)

Yield or margin to investors
Yield or margin to issuer (all-in cost)
Base index

Manager - Underwriters - Servicing

Issue manager
Issue underwriters
Management Commission
Underwriting Commission
Placement Commission
Servicing Commission

Amortization table

Date	Amount of coupon	Amount redeemed

APPENDIX 4 – Loan File

VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES	SIGNATURE OF THE CHAIRMAN OF THE MANAGEMENT BOARD
FILE: <i><fund's name ></i>	
PERSON IN CHARGE OF THE FILE: <i><name></i>	DATE: <i><date></i>

APPLICATION

Purpose / Transaction:

Borrower:

Commitment required:

Maturity:

Financial terms:

Guarantees:

APPENDIXES *<data sheet>, <fund Internal Regulations>*

DISTRIBUTION *<members of the Supervisory Board>*

APPENDIX 5 – Quarterly Management Report

The purpose of this appendix is to describe the main headings contained in the Quarterly Management Report.

Scenario [Normal Amortization / Early Unwinding]

I – Report for the quarter ended

- 1 – Purchases of Units
- 2 – Subordinated Loans
- 3 – Senior Debt Issues
- 4 – Interest Rate Swap Agreements
- 5 – Cash-Pledges (Issue Remuneration Provisions / Compensation Provisions)
- 6 – Loans to the Majority Shareholder
- 7 – Purchases of Negotiable Debt Securities issued by the Majority Shareholder
- 8 – Cash management (transactions / balance of securities and cash accounts)
- 9 – Shareholders' Current Account Advances
- 10 – Management Report
 - Cash flow
(Receipts - Allocation - Disbursements)
 - Subcontractor
 - Agent
 - Cash Manager
 - Settlement Bank
- 11 – Management Rules
- 12 – Sundries
(indicate all events likely to result in failure by VMG to comply with the Internal Regulations)

II – Report for the following quarter
(Authorizations to be given)

1 – Purchases of Units

2 – Subordinated Loans

3 – Senior Debt Issues

4 – Interest Rate Swap Agreements

5 – Cash-Pledges

6 – Loans to the Majority Shareholder

7 - Purchases of Negotiable Debt Securities issued by the Majority Shareholder

8 – Cash Management Transactions

9 – Shareholders' Current Account Advances

III – Legal Administration

APPENDIX 6- Statistics File

QUARTERLY STATISTICS FILE

Management company:
Name and signature of the person in charge:
Debt securitization fund/Securitization vehicle: < fund's name >
Information Date:
Next Payment Date:
Reference period:

Information on Receivables at the Payment Date

Principal outstanding on active receivables
Principal outstanding on sound receivables (not contested, not in dispute)
Theoretical Amortization of Receivables
Early Redemptions
Principal outstanding on Receivables falling into dispute during the Period
Principal outstanding on Receivables assigned (without substitution)
Ratio of principal outstanding on active receivables to Initial principal outstanding
Average Interest Rate of active Receivables Outstanding

Average Assumption

Reminder of initial early redemption rate
Reminder of initial failure ratio
Early redemption ratio for the quarter
Anticipated average quarterly early redemption rate
Quarterly default ratio
Average quarterly default ratio

Information concerning Units on the Payment Date

Principal paid on Preferred Units
Interest paid on Preferred Units
Principal outstanding on Preferred Shares (after amortization of Principal)
Principal paid to Subordinated Units
Interest paid on Subordinated Units
Principal outstanding on Preferred Shares (after amortization of Principal)

Other Information

Balance of Fund Account on the Payment Date
Ratio of Overdue Payments
Ratio of Net Losses
Changes in the servicing agent collection procedure
(if yes, please specify)
Changes in contractual documents
(if yes, please specify)
Replacement of one or more parties
(if yes, please specify)
Failure by one party to fulfil its legal or contractual obligations
(if yes, please specify)
Other events likely to have an adverse impact on the operation of the Fund
(if yes, please specify)

Theoretical Instalment Plan

Payment Date	Principal	Interest
--------------	-----------	----------

Projected Instalment plan

Payment Date	Principal	Interest
--------------	-----------	----------

APPENDIX 7- List of Indices authorized for use in computing interest rates

Index	Computation formula
Fixed rate	Either of the two formulas for calculating interest: <ul style="list-style-type: none">➤ $AND / 365$ or 366: Actual Number of Days (AND) in the period, divided by 365 or 366➤ $30 / 360$: Each month has 30 days, divided by 360 For a one-month period, divide the annual rate by 12; for a quarter, divide the annual rate by 4
3-month EURIBOR	➤ $AND / 360$: Actual Number of Days (AND) in the period, divided by 360

APPENDIX 8 – Formula for computing the Compensation Payment for Senior Debt Issues

Object

The object of this appendix is to set forth the computation method for the Compensation Payment for Senior Debt Issues. This compensation is paid to holders of paper issued by VMG to offset changes in amortization timetables.

By construct the computation is performed on coupon dates, and prices are accordingly stated net of accrued coupon. Whenever a computation is made at other times, the accrued coupon must be factored in.

The base rates here are the obtained from government debt with the closest maturities (Exchequer notes, bonds) directly for a loan or by straight-line interpolation based on these rates. The rates are the opening rates on the day the computation takes place.

Updating shall be in accordance with the method set forth by the Bonds Standard Commission (*Comité de Normalisation Obligataire - CNO*).

I - GENERAL PRINCIPLE

The computation's general principle is based on the following three steps:

1. For each Senior Debt Issue (E), the value of securities (**VE**) is calculated by discounting the current value of future returns on those securities. Discounting is done in accordance with the method set forth by the Bond Standardization Commission (CNO). The value of securities (VE) is computed in such a way that the actuarial yield of securities (TE) is equal to the actuarial yield (TRE) calculated on the basis of the rates of reference, with an additional mark-up (ME).
2. An Average Instalment Plan (corresponding to the Early Unwinding mode) is drawn up for the Senior Debt Issues (E). The instalment plan is then used to calculate the present value of future returns or the wind-up value (**VD**), so that the actuarial yield of the instalment plan (TD) is equal to the actuarial yield (TRE) calculated on the basis of the rates of reference, with an additional mark-up (MD).
3. Any excess of VE over VD is equal to the Compensation Payment for the Senior Debt Issues considered (E).

II - CALCULATIONS

1 – Calculation of VE

1. The average Residual Life to Maturity of E Senior Debt Issues on the Calculation Date (VME) is calculated.
2. From the average maturity, the base actuarial yield of the Senior Debt Issues (TRE) is calculated using the base rates. If VME does not correspond exactly to the average maturity of government securities, an extrapolation must be made. Interpolation is linear, based in the two closest rates on both sides of VME. The result is TRE.
3. The mark-up (ME) is added to TRE.
4. The current value of future returns from E Senior Debt Issues is calculated using TRE+ME as the discount rate, as recommended by the CNO.

5. Discounting makes it possible to arrive at a **VE** value that is the price of securities corresponding to E Senior Debt Issues.

2 – Calculation of VD

1. The average Residual Life to Maturity of E Senior Debt Issues to its liquidation on the Calculation Date (VMD) is calculated based on the liquidation schedule.
2. Based on the above average residual life and using the base rates, the base actuarial yield for the Senior Debt Issues (TRE) is calculated. If VMD does not correspond exactly to the average maturity of government securities, an extrapolation must be made. Interpolation is linear, based in the two closest rates on both sides of VMD. The result is TRD.
3. The mark-up (MD) is added to TRD.
4. The current value of future returns from liquidation is calculated using TRD+MD as the discount rate, as recommended by the CNO
5. Discounting makes it possible to arrive at a **VD** value that is the price of securities corresponding to the E Senior Debt Issues redemption schedule.

3 – Calculation of Compensation Payment

The compensation is equal to any excess of VE over VD.

4 – Mark-ups

The ME and MD mark-ups are fixed for each separate Senior Debt Issues. The rates are stated in the prospectus pertaining to the Senior Debt Issues.

5 – Average Life

The average maturity of a schedule is calculated as follows:

Each principal payment collected is multiplied by its maturity.

The products thus obtained are aggregated.

The aggregate of the products is then divided by the aggregate of principal collected.

Average Life = [(principal collected P_i * P_i maturities M_i)] / principals collected (P_i)

Where P_i = principal collected at date i , with an average maturity M_i stated in months and decimal points.

APPENDIX 9 - Definitions

For the purpose of these Internal Regulations, the terms and expressions below shall have the following meaning:

Additional Margin	Means, for a given Senior Debt Issue or Interest Rate Swap Agreement, the additional interest that may be due by VMG under Early Unwinding mode, either on paper or to the Counterpart of an Interest Rate Swap Agreement, the computation formula of which is set forth either in the agreement pertaining to the Senior Debt Issue or in the Interest Rate Swap Agreement.
ALM (Assets & Liabilities Management) Compartment	Means, for each type of rate included in the List of Indices <ul style="list-style-type: none">• All of the Units and Loans on which VMG is expected to collect interest on the basis of the rate concerned and in accordance with the corresponding formula;• All of the Subordinated Loans and Senior Debt Issues (taking into account any existing Interest Rate Swap Agreements associated with that Senior Debt Issues) on which VMG must pay interest at the rate concerned and in accordance with the corresponding formula.
Amortization Profile	Means, for a given Senior Debt Issue and a given Instruction Date, the Average Life of the concerned Senior Debt Issue's Average Instalment Plan on that date.
Associate's Current Account	Means the ledger account in the VMG books on which the Financial Advances are reported.
Available Funds	Means the sums which VMG has on hand on a Payment Date or Provision Date, and consisting of <ul style="list-style-type: none">• Principal and interest received on all Units• Proceeds (including Interest Income) on Available-for-Sale Securities• Principal and interest received on Loans• Principal and interest received on Negotiable Debt Securities.
Available-for-Sale Securities	Means the type of cash investments authorized in subsection 3.2.8.

Average Assumption	<p>Refers to, for one FCC or FCT Unit and on a given Information Date, the assumption that the overall data pertaining to the behaviour of obligors to the fund will remain unchanged from the 12 previous months with respect to</p> <ul style="list-style-type: none"> • The monthly average of Monthly Anticipated Early Redemption Rates • The average Monthly Default Ratio. <p>Over the first eleven months of a debt securitization fund's or securitization vehicle's life, reported data will be replaced by a figure provided by the assignor of the receivables at the inception of the fund.</p>
Average Instalment Plan	<p>Means, for any given ALM Compartment</p> <ul style="list-style-type: none"> • The payment schedule of principal and interest pertaining to Units held by that ALM Compartment, on the basis of the Average Assumption; • The payment schedule of principal and interest pertaining to Senior Debt Issues issued by that ALM Compartment, under Early Unwinding mode, calculated based on the Issue Repayment Reserve and the Average Maturities of the Units held by the ALM Compartment. <p>The Average Maturities of the Units are calculated by the management company and provided as part of the Statistics File. The Average maturities of Senior Debt Issues are calculated by the Management Board on each Instruction Date, under Normal Amortization mode.</p>
Average Life	<p>Means, for a given instalment plan and on a given date, the aggregate time separating that date from the maturity dates of the principal, according to the instalment plan, weighted in terms of the percentage of principal due on each maturity date.</p>
Business Day	<p>Means a full day on which orders are processed and trading prices quoted on French stock exchanges and banks and financial institution are open for business in metropolitan France.</p>
Calculation Date	<p>Means, since September 26, 1997, the penultimate Business Day prior to either of the three following dates:</p> <ul style="list-style-type: none"> • The 28th day of any calendar month • The date of purchase by VMG of Units • The date of issue by VMG of Senior Debt Issues.
Cash Manager	<p>Means Crédit Foncier de France.</p>
Cash-Pledge Account: Compensation Provision	<p>Means, for a given ALM Compartment, the account in the books of VMG on which are reported Cash-Pledges transactions corresponding to the Compensation Provision of that ALM Compartment.</p>
Cash-Pledge Account: Provision for Referenced Remuneration	<p>Means, for a given ALM Compartment, the account in the books of VMG on which are reported Cash-Pledges transactions corresponding to the Issue Remuneration Provision of that ALM Compartment.</p>

Cash-Pledge Master Agreement	Means the Cash-Pledge Master Agreement of September 22, 1997 between Crédit Foncier de France and VMG, pursuant to which Crédit Foncier de France guarantees the repayment to VMG of (i) the portion of Referenced Interest Due not covered by interest earned on Units and (ii) the Compensation Payments.
Cash-Pledges	Means the Cash-Pledges deposited as security by Crédit Foncier de France with VMG pursuant to the Cash-Pledge Master Agreement.
Collateralization of the Financial Instruments Account	Refers to the collateralization of the Financial Instruments Account on September 26, 1997, agreed to between VMG and Crédit Agricole Investor Services Corporate Trust, in its capacity as security agent, pursuant to which VMG accepts the collateralization of a financial instruments account as a guarantee for the timely payment of sums due on Senior Debt Issues or Interest Rate Swap Agreements.
Comfort Letter	Refers to the commitment made by Crédit Foncier de France in a comfort letter issued in connection of each issue of Senior Debt Issue by VMG.
Commissions	Means the amount of Commissions payable by VMG to the Subcontractor; Commissions are due quarterly on each Payment Date and amount to one-fourth of 0.03 percent of the aggregate of the Principal Outstanding on Units and the Issue Repayment Reserve on the previous Payment Date, up to an annual ceiling of €304,898.03.
Compensation Payment	Means, for a given Senior Debt Issue or Interest Rate Swap Agreement and in the Event of Early Unwinding, the compensation that may be provided under the agreement pertaining to the Senior Debt Issue or the Interest Rate Swap Agreement. If an Early Unwinding Event should occur, that compensation would be paid on the subsequent Provision Date, up to the balance of the Compensation Provisions set aside on the date of occurrence of the Early Unwinding Event. A model for calculating the Compensation Payment for Senior Debt Issue is shown in Appendix 8.
Compensation Provision	Means, for a given ALM Compartment and on a given date, the amount set aside by VMG to pay for Compensation Payments on that ALM Compartment's Senior Debt Issue or Interest Rate Swap Agreements. That amount is evaluated on each Calculation Date, based on the assumption that an Early Unwinding Event occurred on that Calculation Date, and the corresponding amount is set aside no later than two Business Days thereafter through the deposit of Cash-Pledges.
Conservative Assumption	Means, for a given ALM Compartment, one of the combinations of early redemption ratios between zero and 100 percent, applied to Units. The number of combinations is 2^n , where "n" stands for the number of Units.

Conservative Instalment Plan	<p>Means, for any given ALM Compartments:</p> <ul style="list-style-type: none"> • The instalment plan of principal and interest pertaining to the Units of that ALM Compartment, calculated on the basis of one of the Conservative Assumptions. • The instalment plan of principal and interest pertaining to Senior Debt Issues issued by the ALM Compartment, under Early Unwinding scenario, calculated on the basis of the Issue Repayment Reserve and each Conservative Instalment Plan of that ALM Compartment's Units. <p>Conservative Instalment Plans are calculated by the Management Board on each Instruction Date, under Normal Amortization mode.</p>
Constitution Date	<p>Means the second Business Date following a Calculation Date on which, in consideration for an increase in the aggregate of the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provisions between the previous Calculation Date and the Calculation Date in question, a Cash-Pledge was deposited by Crédit Foncier de France for the benefit of VMG.</p>
Contractual Documents	<p>Mean the agreements between VMG and Crédit Foncier de France and governing the operation of VMG, namely</p> <ul style="list-style-type: none"> • The Loan Master Agreement • The Subordinated Loan Master Agreement • The Cash-Pledge Master Agreement • The Master Agreement on Shareholders' Current Account Advances • The Subcontracting Agreement • The Subscription Master Agreement
Counterparty	<p>means, for a given issue of paper, the counterparty with which VMG has entered into an Interest Rate Swap Agreement.</p>
Early Unwinding	<p>means, if an Early Unwinding Event Occurs, the VMG operating mode described in subsection 2.4.</p>
Early Unwinding Event	<p>means any one of the following events:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Failure to comply with the provisions of the Internal Regulations • Failure by Crédit Foncier de France to deliver to VMG certificates of non-suspension of payments • Failure by Crédit Foncier de France to fulfil its obligations with regards to VMG pursuant to the Contractual Documents • Failure by Crédit Foncier de France to fulfil its obligations with regards to Investors or Counterparties pursuant to the Comfort Letter • The termination of any Contractual Document or the failure to extend same one month prior to its expiry.
Early Unwinding Rule	<p>Means the rule set forth in subsection 3.1.1.</p>
Effective Year	<p>Means the period commencing on July 1st of every year and ending on June 30th of the following year; by exception, the fist Effective Year was from August 27, 1997 to June 30th, 1998.</p>

Euro	Refers to the currency that is legal tender in France or the equivalent thereof.
Extraordinary Requirements	Means all VMG expenses not incurred in conjunction with regular operations.
Financial Advances	Refers to current account advances granted by the Majority Shareholder to VMG pursuant to the Master Agreement on Shareholders' Current Account Advances.
Financial Instruments Account	Means the Financial Instruments Account in VMG's name in the books of the Settlement Bank, pledged in accordance with the provisions of section L. 431-4 of the French Monetary and Financial Code on which are deposited Units and Available-for-Sale Securities corresponding to the investment of the Issue Repayment Reserve, the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provisions.
Financial Service Agreement	Means, in the case of Senior Debt Issues that consists of bonds, the agreement between VMG and a Paying Agent pursuant to which the Paying Agent provides financial servicing of the Senior Debt Issues concerned.
Fixed-Rate Interest	Means quarterly interest payable to the Majority Shareholder on each Payment Date, pursuant to the Subordinated Loan Master Agreement, and amounting to 1 percent of the Subordinated Loans outstanding immediately after the previous Payment Date.
General Account	Means the ledger account in VMG's books used for all VMG receipts and disbursements other than those for which the Specific Cash Account is used.
General Cash Account	Means the demand deposit account with the Settlement Bank in the name of VMG, used for all receipts and disbursements by VMG other than those for which the Specific Cash Account is used.
General Financial Securities Account	Means the Financial Instruments Account in the name of VMG with the Settlement Bank on which the Available-for-Sale Securities are registered, other than those registered in the Financial Instruments Account.
Global Floating-Rate Interest	Means the annual base interest paid on Subordinated Loans based on their balance outstanding, equal to 50 percent of VMG's profit before tax and before the said variable interest; this interest is paid on the first Payment Date that follows approval of the VMG annual accounts.
Group	Means Crédit Foncier de France and any other entity under its control within the meaning of section L.223-3 of the French Commercial Code.
Immobilization Indemnity	Means the compensation paid to Crédit Foncier de France on each Payment Date pursuant to the Cash-Pledge Master Agreement, amounting to 95 percent of the Interest Income earned by VMG on the investment of Cash-Pledges balances by the Cash Manager.

Information Date	Means, for any Payment Date, the 15 th Business Day prior to that Payment Date.
Initial Bullet Maturity Profile	Means, for a given Senior Debt Issue, the Average Life on the paper's payment date of its instalment plan, under Normal Amortization mode.
Initial Expenses	Means, for a given Senior Debt Issue, underwriting commissions, initial listing fees and expenses, legal fees and expenses and, more generally, all expenses incurred by VMG for the Senior Debt Issues and, if applicable, for the Interest Rate Swap Agreement associated with that Senior Debt Issue.
Instruction Date	Means, for any Payment Date, the 10 th Business Day prior to that Payment Date.
Interest Income	Means the interest income earned by VMG on Available-for-Sale Securities, along with any capital gains realized by VMG on such Available-for-Sale Securities.
Interest Rate Swap Agreement	<p>Means, for a given Senior Debt Issue, the agreement entered into between VMG and a Counterparty, pursuant to which VMG pays to the Counterparty interest at a rate and computed in accordance with a formula stated in the List of Indices, and receives from the Counterparty all of the interest payable on the Senior Debt Issues concerned.</p> <p>The face value of an Interest Rate Swap Agreement is at all times equal to the face value of the Senior Debt Issues to which it pertains.</p>
Investors	Means, for a given Senior Debt Issue, the investors who purchase that Senior Debt Issue.
Issue Remuneration Provision	Means, for a given ALM Compartment and Calculation Date, the provision required to comply with the Early Unwinding Rule.
Issue Repayment Reserve	Means, for a given ALM Compartment and on a given Payment Date, the amount set aside on the Referenced Principal Account in compliance with the Early Unwinding Rule and the Liquidity Target.
Issued Amount	Means, for a given issue of Senior Debt Issue, the face value of that Senior Debt Issue.
Issuing Syndicate	Means, for a given issue of Senior Debt Issue, the entity that underwrites the Senior Debt Issue.
Issuing Yield	Means the rate of interest applicable to Senior Debt Issue and calculated on the basis of the Proceeds from paper collected by VMG, for the purpose of Senior Debt issued for a price different from its Face value.
Liquidity Target	Means the objective set forth in subsection 3.1.3.
List of Indices	Means the list of rates and related computation formulas, shown in APPENDIX 7.

Loan	Means a Loan by VMG to the Majority Shareholder under the Loan Master Agreement.
Loan File	Means the file assembled by the VMG Management Board and signed by its Chairman for the purpose of authorizing investments in Units, a model of which is included in APPENDIX 4.
Loan Master Agreement	Means the master agreement of September 22, 1997 between VMG and the Majority Shareholder, pursuant to which proceeds from each Senior Debt Issue may be used by VMG to extend a Loan to the Majority Shareholder.
Majority Shareholder	Means Crédit Foncier de France.
Management Board	Means the VMG management board.
Management company	Means the management company or companies of debt securitization funds or securitization vehicles concerned by the Units.
Management Rules	Means all of the rules set forth in subsection 3.1.
Management Scenarios	Means the two scenarios under which VMG may operate, i.e.: Normal Amortization or Early Unwinding.
Master Agreement on Subordinated Advances Credited To The Associates' Current Account	Means the master agreement on shareholders' current account advances of September 22, 1997 between VMG and the Majority Shareholder, intended to provide financing for VMG's Extraordinary Requirements.
Matched Floating-Rate Interest	Means the variable interest payable to the Majority Shareholder on each Payment Date, pursuant to the Subordinated Loan Master Agreement, so that the Matched Floating-Rate Interest and the Fixed-Rate Interest on Subordinated Loans payable is equal to 95 percent of the aggregate of (i) the interest received on Units and (ii) Interest Income earned by VMG on the investment of the Issue Repayment Reserve by the Cash Manager.
Maximum Amount Authorized	Means, for a given Effective Year, the maximum amount of Senior Debt Issue to be issued as bonds, as resolved by the VMG Ordinary General Meeting.
Monthly Delinquency Rate	Means, for a given debt securitization fund or securitization vehicle, the monthly indicator of receivables in default; for each fund, the formula used to calculate this indicator is set forth at the time of purchase of the Units, with the approval of the Rating Agencies.
Monthly Early Redemption Rate	Means, for a given debt securitization fund or securitization vehicle, the monthly indicator of early repayment of receivables; for each fund, the formula used to calculate this indicator is set forth at the time of purchase of the Units, with the approval of the Rating Agencies.

Monthly Meeting Date	Means the second day following each Constitution Date or provision Date.
Negotiable Debt Security	Means any negotiable debt security governed by sections L. 213-1 <i>et seq.</i> of the French Monetary and Financial Code (formerly Act No. 91-716 of July 26, 1991) and subsequent implementing orders, issued by the Majority Shareholder and purchased by VMG pursuant to the Master Agreement on the Purchase of Negotiable Debt Instrument.
Net Issuing Proceeds	Means, for a given Senior Debt Issue, the aggregate purchase price paid by Investors for that Senior Debt Issue.
Normal Amortization	Means the VMG operating mode described in subsection 2.3, in the absence of any Early Unwinding Event.
Paying Agent	Means the person in charge of the financial servicing of Senior Debt Issues, whenever a Senior Debt Issue consists of bonds.
Payment Date	Means, since January 28, 1998, the 28 th of January, 28 th of April, 28 th of July and 28 th of October in any calendar year, with the specification that, should either of the foregoing dates not fall on a Business Day, the Payment Date would be postponed to the next Business Day.
Principal Outstanding	Means, for given Units or Senior Debt Issue and on a given Payment Date, the amount of principal still outstanding on the Units or Senior Debt Issue, after the Payment Date's transactions.
Provision Date	Means, since September 26, 1997, the 28 th day of a calendar month, or, in the event that it is not a Business Day, the first Business Day immediately following.
Provision Rule	Means the rule set forth in subsection 3.1.2.
Quarterly Management Report	Means the report provided to each members of the Supervisory Board by the Management Board on each Instruction Date; a model thereof is included in APPENDIX 5.
Rating Agencies	Means the following: <ul style="list-style-type: none"> - STANDARD AND POOR'S RATING SERVICES, ("S&P") an affiliate of McGraw-Hill Companies Inc., and - FITCH FRANCE S.A., ("Fitch"), - MOODY'S France SA ("Moody's") or - Any other entity to which the rating of credit risks may be assigned further to a merger or similar business development.
Recurring Expenses	Means, for a given Senior Debt Issue, the Paying Agent commissions, continued listing fees and expenses, expenses incurred for periodic financial announcements and, more generally, all expenses incurred by VMG for

the Senior Debt Issue and, if applicable, for the Interest Rate Swap Agreement associated with that Senior Debt Issue, after the original issue of the Senior Debt Issue and until its final maturity.

Referenced Commissions	Means, in the case of each ALM Compartment, the portion of Commissions appropriated to that ALM Compartment; this amounts to, on each Payment Date, to one-fourth of 0.03 percent of the aggregate of the Principal Outstanding on Units and that ALM Compartment's Issue Repayment Reserve on the previous Payment Date, up to a ceiling of €304,898.03.
Referenced Interests Account	Means, for a given ALM Compartment, the accounts in the books of VMG on which are reported receipt and disbursements by VMG corresponding to interest and Commission pertaining to that ALM Compartment.
Referenced Interests Due	Means, for a given ALM Compartment and Payment Date, the interest payable either on a Senior Debt Issue or to the Counterparty of an Interest Rate Swap Agreement associated with a Senior Debt Issue. Under Early Unwinding mode, Reported Interest Payable includes any applicable Additional Margins.
Referenced Interests Received	Means, for a given ALM Compartment and Payment Date, the amount of interest earned on Units.
Referenced Principal Account	Means, for a given ALM Compartment, the accounts in the books of VMG on which are reported receipt and disbursements by VMG of principal on behalf of that ALM Compartment.
Residual Life to Maturity	Means, for a given Senior Debt Issue and on a given date, the Average Life on the date of that Senior Debt Issue's instalment plan, under Normal Amortization mode.
Restitution Date	Means a Provision Date on which, in consideration for a decrease in the aggregate of the Issue Remuneration Provision and the Compensation Provision in the period between the two Calculation Dates immediately preceding that Provision Date, a Cash-Pledge is returned by VMG to Crédit Foncier de France.
RGV	Means the real-time and irrevocable settlement and delivery system operated by Euroclear France, for shares, securities or negotiable debt instruments, or any other settlement and delivery system that may replace it.

Senior Debt Issues	<p>Refer to the refinancing transactions by VMG on capital markets or with banks, in accordance with the provisions of the Internal Regulations. Senior Debt Issues may consist of</p> <ul style="list-style-type: none"> • Euro-denominated domestic or international bonds • Negotiable debt instruments • Bank borrowings.
Settlement Bank	<p>Means the financial institution at which VMG has its Accounts; the initial Settlement Bank is Caisse Centrale de Réescompte. The Settlement Bank must have a short-term rating of A-1+ (S&P) or A-1 (S&P) whenever the amount of Commitments (as defined below) on the Bank does not exceed 20 percent of the Senior Debt Issues outstanding, Prime-1 (Moody's) and F1 (Fitch) (or the equivalent thereof according to Fitch). Should the Settlement Bank's rating be downgraded to a level below the above standards, the Management Board shall select another Settlement Bank within 30 days.</p> <p>For the purpose of this definition, Commitments include:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Payments made on Provision Dates and on Payment Dates; and - Securities issued or underwritten by the Settlement Bank in conjunction with cash transactions referred to in subsection 3.2.8.
Specific Cash Account	<p>Means the demand deposit account with the Settlement Bank in the name of VMG used to deposit (i) proceeds by VMG in any currency from Units and Available-for-Sale Securities deposited in the Financial Instruments Account and (ii) Cash-Pledges.</p>
Statistics File	<p>Means the report forwarded to the Management Board by the Management company on each Information Date, for each debt securitization fund or securitization vehicle concerned by Units, a model of which is included in APPENDIX 6.</p>
Subcontracting Agreement	<p>Means the agreement or agreements between VMG and the Subcontractor.</p>
Subcontractor	<p>Means the entity providing, <i>inter alia</i>,</p> <ul style="list-style-type: none"> - Middle-office service, financial engineering, front-office and back-office service for transactions, - Accounting for the transactions, - Legal administration services.
Subordinated Loan	<p>Means an Subordinated Loan extended pursuant to the Subordinated Loan Master Agreement between VMG and the Majority Shareholder.</p>

Subordinated Loan Master Agreement	Means the Subordinated Loan Master Agreement of September 22, 1997 between VMG and the Majority Shareholder, for the purpose of financing (i) the purchase of Units and (ii) the Issue Repayment Reserve.
Subscription Master Agreement	Means the master agreement of November 24, 1998 between VMG and the Majority Shareholder, pursuant to which proceeds from Senior Debt Issues may be used by VMG to purchase Negotiable Debt Security issued by the Majority Shareholder.
Supervisory Board	Means the VMG supervisory board.
Theoretical Assumption	Means, for a given debt securitization fund or securitization vehicle, the absence of any default or early redemption.
Units	Means the debt securitization fund or securitization vehicle units purchased by VMG, with financing provided under the Subordinated Loan Master Agreement.
Validation Date	Means, for a given Payment Date, a Business Day in the two-week period immediately preceding that Payment Date.
VMG	Denotes Vauban Mobilisations Garanties.
Management Operations	Means the management operations that the Management Board is authorized to perform, namely: <ul style="list-style-type: none"> - Investment transactions in Units, - Investment transactions in Available-for-Sale Securities, - Financing transactions through Subordinated Loans, - Financing transactions through Financial Advances, - Financing transactions through Senior Debt Issues, - Guarantee transactions through the deposit of Cash-Pledges, - Cash management transactions consisting in a Loan to the Majority Shareholder, - Purchase of Negotiable Debt Securities issued by the Majority Shareholder, - Hedging transactions in the form of Interest Rate Swap Agreements.
VMG Accounts	Means the Financial Instrument Account, the Specific Cash Account, the General Account and the General Cash Account.
Final Repayment Date	Means the final date at which the Units should be completely amortized.

Terms in the singular form have the same meaning as in the plural, and vice versa. All terms are gender neutral.

Unless otherwise provided, references in these Internal Regulations to articles and sections should be understood to refer to articles and sections of these Internal Regulations.

AMF CROSS-REFERENCE TABLE

Sections from the schema in Annex IV of CE Regulation No. 809/2004

1	Sections	Page
	PERSONS RESPONSIBLE	
1.1.	Persons responsible for the information	11
1.2.	Declaration by those responsible	11
2	STATUTORY AUDITORS	
2.1.	Identification of statutory auditors	12 to 13
2.2.	Statutory auditors during the period covered by the historical financial information	12 to 13
3	SELECTED FINANCIAL INFORMATION	
3.1.	Financial information	8 and 9
3.2.	Financial information for interim periods	N/A
4	RISK FACTORS	14
5	INFORMATION ABOUT THE ISSUER	
5.1.	Corporate history and development	
5.1.1.	Corporate name and commercial name of the issuer	15
5.1.2.	Issuer location and company registration number	15
5.1.3.	Date of incorporation and term of the issuer	15
5.1.4.	Registered office and legal form of the issuer	15 to 17
5.2.	Investment	N/A
6	BUSINESS OVERVIEW	
6.1.	Main operations	
6.1.1.	Main categories of services rendered	21 to 30
6.1.2.	New product sold or new activities	N/A
6.2.	Main markets	21 to 22 and 30
6.2.1.	Recent events that significantly impact the evaluation of the issuer's solvency	30
6.3.	Commercial positioning	N/A
7	ORGANISATION CHART	
7.1.	Description of the group and the issuer's role	31
7.2.	Interdependence with other group entities	32
8	INFORMATION ON TRENDS	
8.1.	Declaration that no significant deterioration has affected the outlook of the company since its last financial report	30
8.2.	Event reasonably likely to materially affect the outlook of the issuer	30
9	PROFIT FORECASTS AND ESTIMATES	N/A
10	ADMINISTRATIVE, MANAGEMENT AND SUPERVISORY BODIES	
10.1.	Name, address and function of members of the administrative and management bodies and main positions outside the company	33 to 38
10.2.	Declaration of the absence of conflicts of interest	39
11	ADMINISTRATIVE AND MANAGEMENT BODIES	
11.1.	Information on the audit committee Names of members and summary of the mandate	N/A N/A
11.2.	Corporate governance	33, 60-70
12	MAIN SHAREHOLDERS	
12.1.	Holder, control	40
12.2.	Known agreement that may lead to a change of control	N/A

13	FINANCIAL INFORMATION CONCERNING ASSETS & LIABILITIES, FINANCIAL POSITION AND EARNINGS	
13.1.	<u>Historical financial information</u>	Reference Document 2007 (*)
13.2.	<u>Annual financial statements</u>	
	Balance Sheet	41 to 43
	Off-balance sheet	N/A
	Income statement	44 to 45
	Cash Flow Statement	56
	Accounting methods and explanatory notes	46 to 57
13.3.	<u>Verification of annual historical financial data</u>	
13.3.1.	Statutory auditors' report	58 to 59 (*)
13.3.2.	Other information in the document verified by the statutory auditors	60 to 70
13.3.3.	Financial information in the document from unaudited financial statements	N/A
13.4.	<u>Date of latest financial information</u>	
13.4.1.	Last year for which financial information has been audited	31/12/2008
13.5.	<u>Interim financial information and other</u>	
13.5.1.	Quarterly or semi-annual financial information since the date of the last audited financial statements	N/A
13.5.2.	Interim financial information since the end of last year	N/A
13.6.	<u>Legal proceedings and arbitration</u>	73
13.7.	<u>Significant changes in the financial position or commercial positioning</u>	
	- Statement	30
14	ADDITIONAL INFORMATION	
14.1.	<u>Share capital</u>	
14.1.1.	Amount of issued share capital	16 and 74
14.2.	<u>Memorandum and Articles of Association</u>	
14.2.1.	Registration and corporate purpose	15 to 16 and 79 to 80
15	MAJOR CONTRACTS	
	Regulated agreements	40
16	INFORMATION FROM THIRD PARTIES AND STATEMENTS BY EXPERTS AND DECLARATIONS OF ANY INTEREST	N/A
17	DOCUMENTS AVAILABLE TO THE PUBLIC	
	Place where documents can be examined during the document's term of validity	80

(*) Pursuant to Article 28 of Regulation 809-2004 on prospectuses, accounts for the financial year ended December 31, 2007 and the report of the statutory auditors thereon, on pages 42 to 60 of Reference Document No. D08-0342 filed with the French Financial Markets Authority on April 30, 2008, are incorporated in this document for reference.

The chapters of Reference Document No. D08-0342 not mentioned above are either irrelevant to the investor or covered elsewhere in this reference document.

Components of the 2008 annual financial report	Pages in this document
Statement from the person responsible for the reference document	11
MANAGEMENT REPORT	
- Analysis of the income, the financial position and parent company's risks and all the entities included in its consolidation (art. L.225-100 and L.225-100-2 of the French commercial code)	14 to 40
- Risk factors	14
FINANCIAL STATEMENTS	
- Annual accounts	41 to 57
- Statutory auditors' report on the annual accounts	58 to 59
- Report from the Chairman of the Supervisory Board pursuant to Article L. 225-68 of the French Commercial Code	60 to 70
- Statutory auditors' report on internal control	71 to 72



VAUBAN MOBILISATIONS GARANTIES

French limited company with Management and Supervisory Boards, with share capital of €19,310,626.35

Registered office: 16, rue Volney - Paris 2^{ème}

R.C.S. PARIS B 399 343 300 - Code APE 741 J