

CREDIT OPINION

23 November 2023

Nouvelle émission


 Envoyez-nous vos
 commentaires

RATINGS
Seine-et-Marne, Departement de

Domicile	Paris, France
Long Term Rating	Aa3
Type	LT Issuer Rating - Fgn Curr
Outlook	Stable

[rubrique Notations](#)
Analystes

Matthieu Collette +33.1.5330.1040
 VP-Senior Analyst
 matthieu.collette@moodys.com

Marc-Antoine Galey +33.1.5330.3429
 Ratings Associate
 marc-antoine.galey@moodys.com

Sebastien Hay +34.91.768.8222
 Associate Managing Director
 sebastien.hay@moodys.com

SERVICE CLIENTÈLE

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

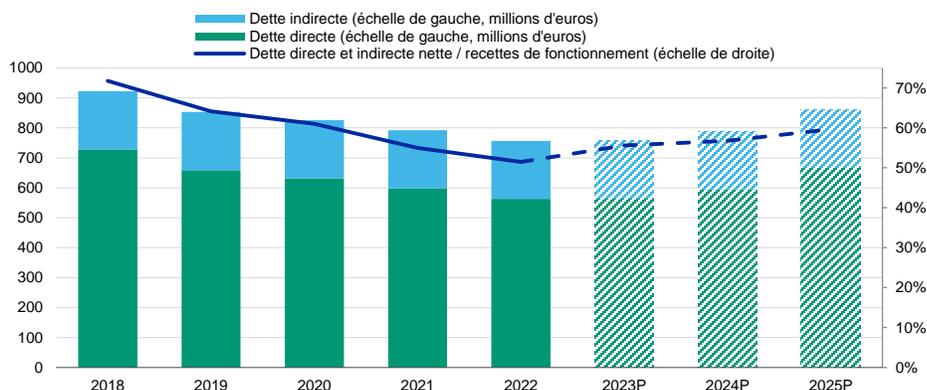
Seine-et-Marne, Departement de la

Nouvel émetteur

Synthèse

Le profil de crédit du Département de Seine-et-Marne (Aa3, perspective stable/ Prime-1) prend en considération sa performance opérationnelle solide, ses efforts de désendettement lui permettant d'afficher un poids de la dette modéré ainsi que sa gouvernance et sa gestion financière très solides. Notre évaluation du Département de Seine-et-Marne tient également compte de sa flexibilité budgétaire limitée.

Figure 1

Un poids de la dette modéré, résultant de plusieurs années de désendettement


P = Prévisions.

Sources: Département de Seine-et-Marne et Moody's Investors Service

Forces

- » Une performance opérationnelle solide qui fera preuve de résilience
- » Des efforts de désendettement permettant au département d'afficher un poids de la dette modéré
- » Un cadre de gouvernance et une gestion financière très solides

Le présent rapport est une traduction de [Seine-et-Marne, Departement de \(France\):New issuer](#), document publié le 23 novembre 2023.

Faiblesses

- » Une flexibilité budgétaire limitée, à l'instar de l'ensemble des départements français

Perspective de notation

La perspective stable rend compte de nos attentes selon lesquelles le taux d'épargne brute du Département de Seine-et-Marne fera preuve de résilience et renouera avec un niveau proche de 10 % des recettes de fonctionnement dans les deux à trois prochaines années, tandis que son endettement restera modéré.

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

- » Une diminution des ratios d'endettement du Département de Seine-et-Marne à un niveau nettement inférieur à nos prévisions actuelles, conjuguée à une performance opérationnelle plus solide et à une flexibilité financière sensiblement accrue, serait de nature à influencer positivement sur sa notation.
- » Tout relèvement de la notation souveraine pourrait avoir des conséquences similaires pour le département, bien que cela soit peu probable au regard de la perspective stable actuellement associée à la notation Aa2 de la France.

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

- » Un affaiblissement de la position budgétaire du Département de Seine-et-Marne, reflété notamment par un taux d'épargne brute sur recettes de fonctionnement en déclin constant ou un endettement plus élevé par rapport à nos attentes actuelles, pèserait sur la notation. Une fragilisation du profil de liquidité du département serait également source de tension sur la notation.
- » Un abaissement de la notation souveraine aurait très vraisemblablement une incidence négative pour le Département de Seine-et-Marne.

Indicateurs-clés

Figure 2

Département de Seine-et-Marne

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023P	2024P	2025P
Epargne brute / recettes de fonctionnement (%)	15.51	16.97	15.89	19.28	20.02	7.37	7.13	8.98
Dépenses d'investissement / dépenses totales (%)	13.70	16.10	17.96	18.73	16.62	15.11	15.69	17.03
Ratio d'autofinancement	1.79	1.65	1.48	1.57	1.79	0.68	0.59	0.70
Capacité (besoin) de financement / recettes totales (%)	9.76	9.46	7.95	9.59	11.65	(5.04)	(6.84)	(5.47)
Charges d'intérêt / recettes de fonctionnement (%)	1.31	1.08	0.95	0.78	0.77	1.10	1.15	1.22
Dette directe / recettes de fonctionnement (%)	56.66	49.53	46.69	41.54	38.32	41.40	42.83	46.26
Dette directe et indirecte nette / recettes de fonctionnement (%)	71.72	64.08	61.00	54.98	51.49	55.59	56.76	59.64

P = Prévisions.

Sources : Département de Seine-et-Marne et Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le 27 octobre 2023, nous avons attribué des notations Aa3 d'émetteur à long terme et Prime-1 (P-1) d'émetteur à court terme au Département de Seine-et-Marne, ainsi qu'un BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de aa3 ; la perspective est stable. Nous avons également attribué des notations (P)Aa3 de dette en monnaie locale et en devises au programme EMTN (Euro Medium Term Notes) de 1 milliard d'euros du département et une notation Prime-1 en monnaie locale et en devises à son programme NEU CP (Negotiable European Commercial Paper) de 250 millions d'euros.

Le profil de crédit du Département de Seine-et-Marne, tel qu'exprimé par sa notation Aa3, prend en considération un BCA de aa3 et une probabilité modérée de soutien exceptionnel de l'État français (Aa2, perspective stable) dans l'hypothèse où l'entité ferait face à une crise de liquidité.

Cette publication n'annonce pas une décision de notation. Pour les publications faisant référence aux notations de crédit, veuillez-vous rendre sur <https://ratings.moody.com> et cliquer sur l'onglet relatif aux notations sur la page de l'émetteur/transaction correspondant(e) pour accéder à la dernière mise à jour des informations en matière de décision et d'historique de notation.

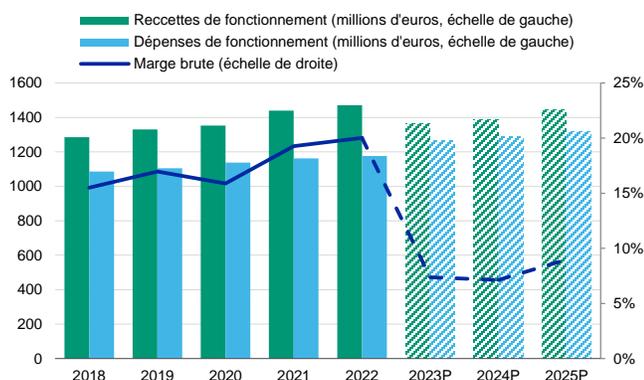
Évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA - Baseline Credit Assessment)

Une performance opérationnelle solide qui fera preuve de résilience

D'ici 2025, nous prévoyons que le taux d'épargne brute du Département de Seine-et-Marne fera preuve de résilience et renouera avec un niveau proche de 10 % des recettes de fonctionnement, après un recul à environ 7 % en 2023-24. À la suite d'une période marquée par une performance opérationnelle très solide, le taux d'épargne brute ayant atteint 18 % en moyenne en 2018-22, l'année 2023 est caractérisée par un net repli des recettes de fonctionnement et une augmentation significative des dépenses de fonctionnement. Les recettes de fonctionnement diminueront de 7.2 %, pénalisées par une baisse de 30 % des droits de mutation à titre onéreux, qui représentent 18 % des recettes de fonctionnement attendues en 2023 (contre 23 % à fin 2022). Dans le même temps, les dépenses de fonctionnement augmenteront de 7.5 % sous l'effet de l'inflation des coûts (y compris la hausse des prix de l'énergie et les revalorisations du point d'indice de la fonction publique décidées par le gouvernement central), ainsi que d'un renforcement voulu des effectifs. Par conséquent, la masse salariale, qui représente 20 % des dépenses de fonctionnement, progressera de 8 % en 2023.

Figure 3

La performance opérationnelle demeurera résiliente et forte...

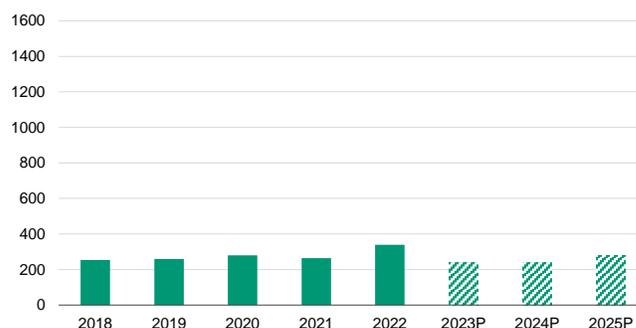


P = Prévisions.

Source: Département de Seine-et-Marne et Moody's Investors Service

Figure 4

...bien qu'étant négativement affectée par la baisse du revenu issu des droits de mutation à titre onéreux (DMTO)



P = Prévisions.

Source: Département de Seine-et-Marne et Moody's Investors Service

À l'avenir, nous nous attendons à une convergence des taux de croissance des recettes et des dépenses de fonctionnement. Attendues en hausse de 2 % par an sur la période 2024-25, les dépenses de fonctionnement évolueront plus étroitement avec l'inflation des prix à la consommation qui se normalisera selon notre scénario de base, tout en se conformant aux antécédents solides du département en matière de maîtrise efficace des dépenses de fonctionnement. Cette maîtrise est illustrée par la capacité du département à honorer l'accord conclu avec le gouvernement central visant à limiter la croissance annuelle des dépenses de fonctionnement à 2 % pendant la période pré-COVID (2018-20). Du côté des recettes de fonctionnement, nous prévoyons des augmentations de 1.8 % et 4.1 % respectivement en 2024-25. Compte tenu de nos attentes d'une correction limitée du prix des logements, les droits de mutation à titre onéreux se stabiliseront à 240 millions d'euros en 2024, avant de se redresser à près de 275 millions d'euros en 2025. Parallèlement, la croissance économique stimulera d'autres recettes fiscales, y compris les recettes de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), qui représentent environ un tiers des recettes de fonctionnement.

Des efforts de désendettement permettant au département d'afficher un poids de la dette modéré

La dette directe et indirecte nette (DDIN) du Département de Seine-et-Marne restera modérée, bien qu'en augmentation, et devrait atteindre 60 % des recettes de fonctionnement d'ici fin 2025. Le Département de Seine-et-Marne se désendette depuis plusieurs années et a réduit de moitié sa dette directe depuis 2015, celle-ci s'élevant à 561 millions d'euros à fin 2022 (soit 38 % des recettes de fonctionnement). En tenant compte de la dette émise par les entités non financièrement autonomes et des garanties qui leur sont accordées, la DDIN s'établissait à 757 millions d'euros cette même année, soit 51 % des recettes de fonctionnement. À l'avenir, l'endettement progressera légèrement en raison de l'augmentation de la dette directe du Département de Seine-et-Marne à environ

670 millions d'euros à fin 2025, sur fond de hausse progressive des dépenses d'investissement. En effet, l'exécutif a pour objectif d'investir 300 millions d'euros par an (contre 234 millions d'euros en 2022) d'ici la fin du mandat actuel en mars 2028.

Les engagements conditionnels ne sont pas pris en compte dans les ratios de DDIN, car ils présentent, selon nous, un risque limité. Les garanties de prêts accordées aux bailleurs sociaux par le Département de Seine-et-Marne s'élevaient à 515 millions d'euros à fin 2022, notamment les garanties octroyées à 1001 Vies Habitat (A1, perspective stable) et Vilogia (A2, perspective négative), qui représentent 91 % de sa dette directe et 35 % de ses recettes de fonctionnement. Nous considérons que les bailleurs sociaux subventionnés par l'État génèrent de manière autonome des recettes suffisantes pour assurer le service de leur dette. Le département dispose également d'un mécanisme de surveillance de la qualité de crédit des bailleurs sociaux des plus efficaces parmi les entités françaises que nous notons. Néanmoins, étant donné que le secteur est actuellement sous pression, nous continuerons à suivre de près les évolutions affectant les bailleurs sociaux dont la dette est garantie par le Département de Seine-et-Marne.

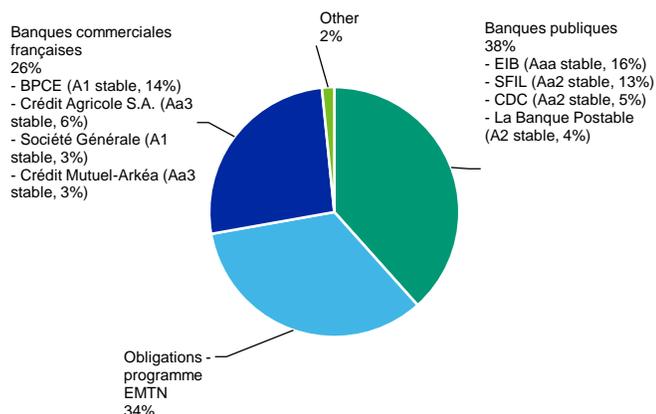
Un cadre de gouvernance et une gestion financière très solides

Le Département de Seine-et-Marne affiche des pratiques de gouvernance très solides, qui lui ont permis d'enregistrer des taux élevés d'épargne brute et de se désendetter sur plusieurs années, lui conférant une capacité d'absorption des chocs. Le département emploie une stratégie financière transparente et clairement définie, qui met notamment l'accent sur le ratio de dette sur épargne brute, et l'exécutif est résolument engagé à préserver sa santé financière.

La gestion financière très solide du Département de Seine-et-Marne se traduit par des pratiques budgétaires prudentes, une planification pluriannuelle élaborée qui comprend des analyses de scénarios et de sensibilité ainsi qu'une gestion très solide de la liquidité et de la dette. La dette du département est hautement diversifiée, attestant d'un très bon accès aux sources de financement externe. À fin 2022, les financements garantis de banques publiques ([Banque européenne d'investissement](#) [AAA, perspective stable, 16 %], [Caisse des dépôts et consignations](#) [Aa2, perspective stable, 5 %], [SFIL](#) [Aa2, perspective stable, 13 %] et [La Banque postale](#) [A2, perspective stable, 4 %]) représentaient 38 % de l'encours de la dette, aux côtés de l'appui de banques commerciales françaises affichant des notations élevées (y compris [Crédit Agricole S.A.](#) [Aa3, perspective stable, 6 %], [Groupe BPCE](#) [A1, perspective stable, 14 %], [Crédit Mutuel Arkéa](#) [Aa3, perspective stable, 3 %] et [Société Générale](#) [A1, perspective stable, 3 %]). Le reste est constitué d'émissions obligataires (à hauteur de 34 %), le département se positionnant comme un émetteur chevronné sur les marchés financiers et bénéficiant d'un programme EMTN de 1 milliard d'euros lancé en 2012 ainsi que d'un programme NEU CP lancé en 2007. Le département affiche également un profil d'amortissement de sa dette régulier ; à fin 2022, 92.5 % de son encours total était à taux fixe ou à taux variable standard.

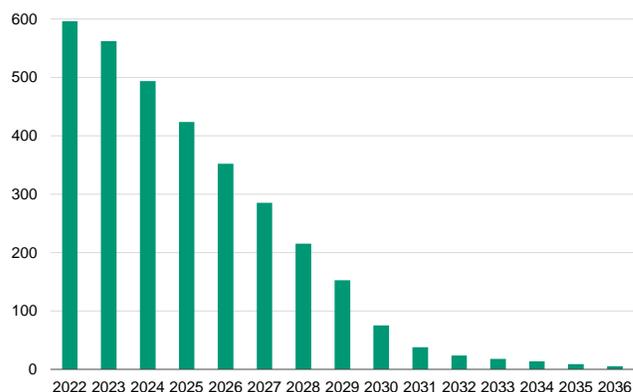
Outre son très bon accès aux sources de financement externe, le profil de liquidité très solide du Département de Seine-et-Marne est également soutenu par un profil de liquidité interne sain et sécurisé caractérisé, comme pour l'ensemble des collectivités locales françaises, par des flux de trésorerie prévisibles et réguliers. Dès lors, les disponibilités mensuelles ont représenté en moyenne 2.6 fois les annuités de la dette sur la période 2021-23, tandis que les facilités de crédit à court terme engagées disponibles ont représenté 1.2 fois les annuités de la dette.

Figure 5

Une dette très diversifiée...

Source: Département de Seine-et-Marne et Moody's Investors Service

Figure 6

...au profil d'amortissement lisse

Source: Département de Seine-et-Marne et Moody's Investors Service

Une flexibilité budgétaire limitée, à l'instar de l'ensemble des départements français

À l'instar de l'ensemble des départements français, le Département de Seine-et-Marne dispose d'une flexibilité limitée sur ses recettes et dépenses de fonctionnement. Cette situation a été exacerbée par la réforme de la taxe d'habitation mise en œuvre à partir de 2018, le département ne disposant ainsi d'aucun pouvoir de taux alors que les recettes fiscales représentent près de 80 % de ses recettes de fonctionnement. Depuis 2021, la taxe foncière, qui représentait 27 % des recettes de fonctionnement, a été substituée par une fraction des recettes nationales de TVA sur laquelle le département ne dispose d'aucun pouvoir de taux. Les départements français exercent en outre un contrôle restreint sur leurs dépenses de fonctionnement du fait de leur responsabilité centrale en matière de gestion des prestations sociales. La moitié des dépenses de fonctionnement du Département de Seine-et-Marne prennent ainsi la forme de transferts obligatoires influencés par des facteurs sociodémographiques.

D'un autre côté, le département est en mesure d'ajuster ses dépenses d'investissement si nécessaire. Au cours des dernières années, nous estimons qu'environ 50 % des dépenses d'investissement sont récurrentes et incompressibles, ce qui signifie que le département dispose d'une flexibilité relative sur l'autre moitié, dans la mesure où les projets peuvent être retardés, redimensionnés, reportés ou annulés.

Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

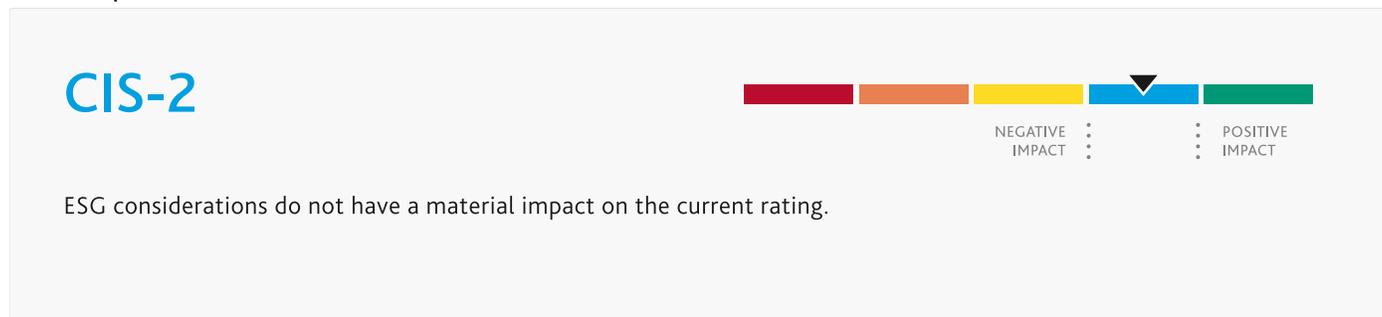
Le niveau modéré de soutien exceptionnel du gouvernement central reflète les différents mécanismes de soutien aux collectivités locales mis en place lors de la crise financière globale ainsi que différentes mesures de soutien appliquées en réponse à la pandémie de coronavirus. Il reflète également les défauts de plusieurs municipalités sur leurs obligations dans les années 1990.

Considérations ESG

Le score d'impact de crédit ESG du Département de Seine-et-Marne est CIS-2

Figure 7

Score d'impact de crédit ESG



Source : Moody's Investors Service

Le score d'impact de crédit ESG (environnemental, social et de gouvernance) du Département de Seine-et-Marne est neutre-à-faible (**CIS-2**) et reflète une exposition modérément négative aux risques environnementaux et sociaux, atténuée par des pratiques de gouvernance très solides et une forte résilience aux chocs grâce à sa solidité financière intrinsèque, son profil de liquidité robuste et le soutien externe dont il bénéficie (notamment de l'État en cas de catastrophe naturelle majeure).

Figure 8

Scores de profil d'émetteur ESG



Source : Moody's Investors Service

Environmental

Le score de profil d'émetteur environnemental du Département de Seine-et-Marne est **E-3**, reflétant essentiellement son exposition aux inondations et épisodes de sécheresse. Son exposition aux risques provenant d'autres catégories environnementales surveillées par Moody's est faible.

Social

Le score de profil d'émetteur social du Département de Seine-et-Marne est **S-3**. Comme à l'échelle nationale, le vieillissement de la population dans le département représente un défi de long terme, contrebalancé au niveau local par la croissance de la population portée par le solde naturel. En considérant que la gestion des prestations sociales constitue une responsabilité centrale du Département de Seine-et-Marne, le poids de la dépense sociale dans son budget pèse sur son score de profil d'émetteur social. Le Département de Seine-et-Marne bénéficie d'un système éducatif de haute qualité, d'un bon accès au logement, d'un système de santé et de sécurité de haute qualité et d'un très bon accès aux services essentiels.

Gouvernance

Le profil de gouvernance très solide du Département de Seine-et-Marne conforte sa notation, comme en témoignent ses pratiques budgétaires, sa planification et sa gestion financière prudentes. Le département bénéficie également d'un cadre institutionnel robuste qui limite, cependant, sa flexibilité budgétaire. Ces éléments se traduisent par un score de profil d'émetteur de gouvernance positif (**G-1**).

Les scores de profil d'émetteur ESG et les scores d'impact de crédit pour l'entité/la transaction notée sont disponibles à l'adresse Moodys.com. Pour voir les scores les plus récents, rendez-vous sur la page de l'entité/transaction sur Moodys.com en cliquant [ici](#) et reportez-vous à la section ESG.

Méthodologie de notation et facteurs retenus dans la grille d'évaluation

Le BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de aa3 est proche du score (aa3) suggéré. Le BCA obtenu à partir de cette matrice reflète (1) un score de risque idiosyncratique de 3 (cf. ci-après) sur une échelle de 1 à 9 - de la qualité de crédit relative la plus élevée (1) à la plus faible (9) ; et (2) un score de risque systémique de Aa2 correspondant à la notation Aa2, perspective stable, de la dette souveraine.

La méthodologie principale utilisée pour noter le Département de Seine-et-Marne est notre méthodologie « [Gouvernements locaux et régionaux](#) » publiée en janvier 2018.

Pour accéder à cette méthodologie, veuillez vous rendre dans la rubrique « Ratings Methodologies » de notre site www.moody's.com.

Figure 9

Seine-et-Marne, Departement de Regional and local governments

Baseline Credit Assessment – Scorecard	Score	Value	Sub-factor Weighting	Sub-factor Total	Factor Weighting	Total
Factor 1: Economic Fundamentals				5.20	20%	1.04
Economic Strength [1]	7	80.83%	70%			
Economic Volatility	1		30%			
Factor 2: Institutional Framework				4	20%	0.80
Legislative Background	1		50%			
Financial Flexibility	7		50%			
Factor 3: Financial Position				2	30%	0.60
Operating Margin [2]	1	19.22%	12.5%			
Interest Burden [3]	1	0.80%	12.5%			
Liquidity	1		25%			
Debt Burden [4]	3	51.49%	25%			
Debt Structure [5]	3	12.61%	25%			
Factor 4: Governance and Management				1	30%	0.30
Risk Controls and Financial Management	1					
Investment and Debt Management	1					
Transparency and Disclosure	1					
Idiosyncratic Risk Assessment						2.74 (3)
Systemic Risk Assessment						Aa2
Suggested BCA						a1
Assigned BCA						aa3

[1] PIB local par habitant en pourcentage du PIB national par habitant

[2] Epargne brute / recettes de fonctionnement (%)

[3] Charges d'intérêts / recettes de fonctionnement (%)

[4] Dette directe et indirecte nette / recettes de fonctionnement (%)

[5] Dette directe à court terme / dette directe totale (%)

Source : Moody's Investors Service ; exercice 2022.

Ratings

Exhibit 10

Category	Moody's Rating
SEINE-ET-MARNE, DEPARTEMENT DE	
Outlook	Stable
Baseline Credit Assessment	aa3
Issuer Rating	Aa3
Senior Unsecured MTN	(P)Aa3
Commercial Paper –Dom Curr	P-1

Source: Moody's Investors Service

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. et/ou ses concédants et sociétés affiliées (ensemble dénommés « MOODY'S »). Tous droits réservés.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR LES SOCIÉTÉS DE NOTATION DE CRÉDIT AFFILIÉES A MOODY'S SONT REPRÉSENTATIVES DE LEURS AVIS ACTUELS SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR AUQUEL SONT SUSCEPTIBLES D'ÊTRE EXPOSÉES DES ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES, ET LES MATÉRIELS, PRODUITS, SERVICES ET INFORMATIONS PUBLIÉES PAR MOODY'S (ENSEMBLE « LES PUBLICATIONS ») PEUVENT CONTENIR LESDITES OPINIONS ACTUELLES. PAR RISQUE DE CRÉDIT, MOODY'S ENTEND LE RISQUE QU'UNE ENTITÉ NE SOIT PAS EN MESURE DE REMPLIR SES OBLIGATIONS CONTRACTUELLES FINANCIÈRES LORSQU'ELLES ARRIVENT À ÉCHÉANCE, AINSI QUE TOUTES PERTES FINANCIÈRES ESTIMÉES EN CAS DE DÉFAUT OU DE FAILLANCE. VOIR LA PUBLICATION APPLICABLE DES SYMBOLES DE NOTATION ET DES DÉFINITIONS DE MOODY'S POUR OBTENIR DES INFORMATIONS SUR LES TYPES D'OBLIGATIONS FINANCIÈRES CONTRACTUELLES INDICÉES DANS LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR MOODY'S. LES NOTATIONS DE CRÉDIT NE PORTENT SUR AUCUN AUTRE RISQUE, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ, LE RISQUE DE MARCHÉ OU LE RISQUE ASSOCIÉ À LA VOLATILITÉ DES PRIX. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, LES ÉVALUATIONS SANS CRÉDIT (« ÉVALUATIONS ») ET LES AUTRES AVIS CONTENUS DANS LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DES DÉCLARATIONS DE FAITS ACTUELS OU HISTORIQUES. LES PUBLICATIONS DE MOODY'S PEUVENT ÉGALEMENT INCLURE DES ESTIMATIONS FONDÉES SUR UN MODÈLE QUANTITATIF DE CALCUL DES RISQUES DE CRÉDIT AINSI QUE DES AVIS ET COMMENTAIRES AFFÉRENTS PUBLIÉS PAR MOODY'S ANALYTICS INC. ET/OU SES AFFILIÉES. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE CONSEILS EN PLACEMENT OU DE CONSEILS FINANCIERS, ET LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES EN PARTICULIER. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS UN APPRÉCIATION DE LA PERTINENCE D'UN PLACEMENT POUR UN INVESTISSEUR SPÉCIFIQUE. MOODY'S ÉMET SES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET DIFFUSE SES PUBLICATIONS EN PARTANT DU PRINCIPE QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA, AVEC DILIGENCE, POUR CHAQUE TITRE QU'IL ENVISAGE D'ACHETER, DE DÉTENER OU DE VENDRE, À SA PROPRE ANALYSE ET ÉVALUATION.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE S'ADRESSENT PAS AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS ET IL SERAIT IMPRUDENT ET INAPPROPRIÉ POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS DE PRENDRE UNE DÉCISION D'INVESTISSEMENT SUR LA BASE DE NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRE AVIS OU PUBLICATIONS DE MOODY'S. EN CAS DE DOUTE, CONSULTEZ VOTRE CONSEILLER FINANCIER OU UN AUTRE CONSEILLER PROFESSIONNEL.

TOUTES LES INFORMATIONS CONTENUES CI-CONTRE SONT PROTÉGÉES PAR LA LOI, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, PAR LA LOI RELATIVE AU DROIT D'AUTEUR, ET AUCUNE DE CES INFORMATIONS NE PEUT ÊTRE COPIÉE OU REPRODUITE, REFORMATÉE, RETRANSMISE, TRANSFÉRÉE, DIFFUSÉE, REDISTRIBUÉE OU REVENDUE DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT, NI STOCKÉE EN VUE D'UNE UTILISATION ULTÉRIEURE À L'UNE DE CES FINS, EN TOTALITÉ OU EN PARTIE, SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT ET PAR QUICONQUE, SANS L'AUTORISATION ÉCRITE PRÉALABLE DE MOODY'S.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DESTINÉS À ÊTRE UTILISÉS PAR QUICONQUE EN TANT QUE RÉFÉRENCE, AINSI QUE CE TERME EST DÉFINI À DES FINS RÉGLEMENTAIRES, ET ELLES NE DOIVENT PAS ÊTRE UTILISÉES DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT QUI PUISSE LES CONDUIRE À ÊTRE CONSIDÉRÉES COMME UNE RÉFÉRENCE.

Toutes les informations contenues ci-contre ont été obtenues par MOODY'S auprès de sources considérées comme exactes et fiables par MOODY'S. Toutefois, en raison d'une éventuelle erreur humaine ou mécanique, ou de tout autre facteur, lesdites informations sont fournies « TELLES QUELLES » sans garantie d'aucune sorte. MOODY'S met en œuvre toutes les mesures de nature à garantir la qualité des informations utilisées aux fins de l'attribution d'une notation de crédit et la fiabilité des sources utilisées par MOODY'S, y compris, le cas échéant, lorsqu'elles proviennent de tiers indépendants. Néanmoins, MOODY'S n'a pas un rôle de contrôleur et ne peut procéder de façon indépendante, dans chaque cas, à la vérification ou à la validation des informations reçues dans le cadre du processus de notation de crédit ou de préparation de ses publications.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité envers toute personne ou entité pour toutes pertes ou tous dommages directs, spéciaux, consécutifs ou accidentels, résultant de ou en connexion avec les informations contenues ci-contre, ou du fait de l'utilisation ou de l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations, et ce même si MOODY'S ou l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs a été informé au préalable de la possibilité de telles pertes ou de tels dommages tels que, sans que cette liste ne soit limitative: (a) toute perte de profits présents ou éventuels, (b) tous dommages ou pertes survenant lorsque l'instrument financier concerné n'est pas le sujet d'une notation de crédit spécifique donnée par MOODY'S.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires causés à toute personne ou entité, y compris, mais sans que cette liste ne soit limitative, par la négligence (exception faite de la fraude, d'une faute intentionnelle ou plus généralement de tout autre type de responsabilité dont la loi prévient l'exclusion) de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs, et pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires résultant d'un événement imprévu sous le contrôle ou en dehors du contrôle de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs et résultant de ou en lien avec les informations contenues ci-contre ou résultant de ou en lien avec l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations.

AUCUNE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, CONCERNANT LE CARACTÈRE EXACT, OPPORTUN, COMPLET, COMMERCIALISABLE OU ADAPTÉ À UN USAGE PARTICULIER DE TOUTE NOTATION DE CRÉDIT, ÉVALUATION, AUTRE OPINION OU INFORMATION N'EST DONNÉE OU FAITE PAR MOODY'S SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT.

Moody's Investors Service, Inc., agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MOODY'S Corporation (« MCO »), informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créance (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par Moody's Investors Service, Inc. ont, avant l'attribution de toute notation de crédit, accepté de verser à Moody's Investors Service, Inc., pour les avis et les services de notation de crédit fournis, des honoraires allant de \$ 1.000 à environ \$ 5.000.000. MCO et Moody's Investors Service appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer l'indépendance des notations de crédit de Moody's Investors Service et des processus de notation de crédit. Les informations relatives aux liens susceptibles d'exister entre les dirigeants de MCO et les entités faisant l'objet d'une notation, et entre les entités ayant fait l'objet de notations de crédit attribuées par Moody's Investors Service, Inc. et ayant par ailleurs déclaré publiquement auprès de la SEC détenir une participation supérieure à 5% dans MCO, sont diffusées chaque année sur le site www.moody's.com, dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy ».

Conditions supplémentaires pour l'Australie uniquement : Toute publication de ce document en Australie s'effectue conformément à la licence australienne pour la fourniture de services financiers (AFSL) de la filiale de MOODY'S, MOODY'S Investors Service Pty Limited (ABN 61 003 399 657 AFSL 336969) et/ou de MOODY'S Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (le cas échéant). Ce document s'adresse exclusivement à des investisseurs institutionnels (« wholesale clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001 (« Corporation Act 2001 »). En continuant à accéder à ce document depuis l'Australie, vous déclarez auprès de MOODY'S être un investisseur institutionnel, ou accéder au document en tant que représentant d'un investisseur institutionnel, et que ni vous, ni l'établissement que vous représentez, ne vont directement ou indirectement diffuser ce document ou son contenu auprès d'une clientèle de particuliers (« retail clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001. La notation de crédit MOODY'S est un avis portant sur la qualité de crédit attachée au titre de créance de l'émetteur, et non un avis sur les titres de capital de l'émetteur ou toute autre forme de titre mis à disposition d'investisseurs particuliers.

Conditions supplémentaires pour le Japon uniquement : Moody's Japan K.K. (« MJKK ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de Moody's Group Japan G.K., elle-même filiale à cent pour cent de Moody's Overseas Holdings Inc., elle-même filiale à cent pour cent de MCO. Moody's SF Japan K.K. (« MSFJ ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MJKK. MSFJ n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national (« Nationally Recognized Statistical Rating Organization

» ou « NRSRO »). En conséquence, les notations de crédit attribuées par MSFJ constituent des notations de crédit « Non-NRSRO » (« Non-NRSRO Credit Ratings »). Les notations de crédit « Non-NRSRO » sont attribuées par une entité qui n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national et, en conséquence, le titre ayant fait l'objet d'une notation ne sera pas éligible à certains types de traitements en droit des Etats-Unis. MJKK et MSFJ sont des agences de notation de crédit enregistrées auprès de l'Agence Financière Japonaise (« Japan Financial Services Agency ») et leurs numéros d'enregistrement respectifs sont « FSA Commissioner (Ratings) n°2 » et « FSA Commissioner (Ratings) n°3 ».

MJJK ou MSFJ (le cas échéant) informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créances (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par MJKK ou MSFJ (le cas échéant) ont, avant l'attribution de toute notation de crédit, accepté de verser à MJKK ou MSFJ (le cas échéant) pour les avis et les services de notation de crédit fournis, des honoraires allant de 100.000 JPY à environ 550.000.000 JPY.

MJJK et MSFJ appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer le respect des contraintes réglementaires japonaises.

RÉFÉRENCE DE LA PUBLICATION**1386756**

SERVICE CLIENTÈLE

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454