

CREDIT OPINION

11 August 2023

Mise à jour



Envoyez-nous vos commentaires

NOTATIONS

Bordeaux Métropole

Domicile France

Notation à long terme Aa3

Catégorie LT Issuer Rating - Fgn
Curr

Perspective Stable

Pour plus de précisions, veuillez consulter la [rubrique Notations](#) à la fin de ce document. Les notations et perspective reposent sur les informations disponibles au moment de la publication.

Contacts

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

Johan Spehner +33 153 30 59 77
 Associate Analyst
 johan.spehner@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

Bordeaux Métropole (France)

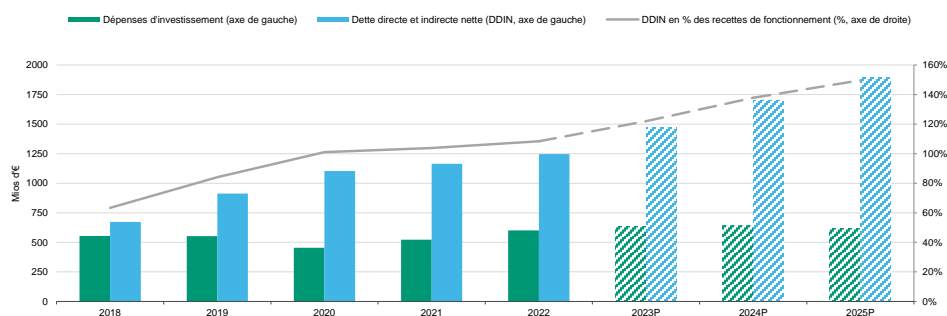
Mise à jour de l'analyse de crédit

Synthèse

Le profil de crédit de [Bordeaux Métropole](#) (noté Aa3, perspective stable/Prime-1) prend en considération une performance opérationnelle solide - l'épargne brute se situera en moyenne à 18% sur la période 2023-25 - portée par la robustesse et l'attractivité de son économie. Les notations tiennent également compte de nos attentes d'un alourdissement significatif du poids de la dette de la métropole pour financer ses importantes dépenses d'investissement. Une gouvernance robuste ainsi qu'un niveau modéré de la charge d'intérêts permettront à Bordeaux Métropole de supporter un poids de la dette plus important sans affaiblir son profil de crédit.

Figure 1

La dette s'alourdira en raison de dépenses d'investissement importantes



P : Prévisions. Données basées sur les budgets consolidés (budget principal, budget dédié aux transports publics et budget dédié à la gestion des déchets).

Sources: Bordeaux Métropole, Moody's Investors Service

Forces

- » Une performance opérationnelle solide, conférant une capacité d'absorption aux chocs
- » Une économie robuste, dynamique et attractive
- » Un cadre solide de gouvernance et de gestion financière

Le présent rapport est une traduction de [Bordeaux Métropole \(France\):Update to credit analysis](#), document publié le 11 août 2023.

Faiblesses

- » Le poids de dette s'alourdira significativement en raison de dépenses d'investissement importantes
- » Des engagements conditionnels significatifs, présentant un risque limité.

Perspective de notation

La perspective stable rend compte de nos attentes du maintien par Bordeaux Métropole d'une performance de fonctionnement solide et d'une dette maîtrisée, bien qu'en croissance. La perspective stable reflète également une gouvernance solide qui permettra à la métropole de naviguer dans un environnement économique et financier incertain ainsi que la perspective stable de la [France](#) (Aa2, perspective stable).

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de la notation

Une baisse significative du poids de la dette serait de nature à influencer positivement les notations de Bordeaux Métropole. Une révision à la hausse de la notation de dette souveraine de la France aurait également des implications positives.

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

Les notations subiraient des pressions négatives si l'épargne brute de l'intercommunalité devait être inférieure aux niveaux anticipés ou si le poids de sa dette était amené à s'accroître plus rapidement que nous ne l'anticipons. L'affaiblissement de la solvabilité de la France influencerait aussi négativement sur les notations de la métropole.

Indicateurs-clés

Figure 2

Bordeaux Métropole

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Épargne brute / recettes de fonctionnement (%)	24.5%	26.8%	22.9%	24.6%	24.1%	18.5%	17.8%	18.4%
Dépenses d'investissement / dépenses totales (%)	40.8%	41.0%	35.1%	38.2%	40.7%	39.3%	38.7%	37.5%
Ratio d'autofinancement	72.9%	85.1%	83.8%	85.4%	79.0%	64.4%	62.3%	68.0%
Capacité (besoin) de financement / recettes totales (%)	-12.4%	-6.5%	-6.0%	-5.9%	-9.4%	-16.3%	-17.1%	-13.6%
Charge d'intérêts / recettes de fonctionnement (%)	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	2.5%	3.2%
Dette directe / recettes de fonctionnement (%)	63.3%	80.6%	97.2%	99.0%	103.7%	117.5%	133.5%	145.4%
Dette directe et indirecte nette / recettes de fonctionnement (%)	63.3%	84.0%	101.1%	103.8%	108.4%	122.0%	137.8%	149.6%

P : Prévisions. Données basées sur les budgets consolidés (budget principal, budget dédié aux transports publics et budget dédié à la gestion des déchets).

Sources: Bordeaux Métropole, Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le profil de crédit de Bordeaux Métropole, tel qu'exprimé par sa notation Aa3, intègre (1) un BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de aa3 et (2) une probabilité modérée de soutien exceptionnel de l'État dans l'hypothèse où l'intercommunalité devrait faire face à une crise de liquidité.

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

Une performance opérationnelle solide, conférant une capacité d'absorption aux chocs

Selon nous, le ratio d'épargne brute sera en moyenne de 18% des recettes de fonctionnement consolidées (dont le budget principal de l'intercommunalité et ses budgets consacrés aux transports publics et à la gestion des déchets) sur la période 2023-2025, en baisse par rapport au niveau de 24% en 2020-22. Bien que ce niveau d'épargne brute par rapport aux recettes de fonctionnement soit élevé comparativement aux collectivités locales à la notation similaire, sa baisse attendue est principalement due à la combinaison de prix de l'énergie plus élevés, d'une hausse des dépenses de fonctionnement liées aux services de transport et de l'augmentation des dépenses de personnel consécutive d'une part, au relèvement du point d'indice des fonctionnaires décidé en 2022 et d'autre part, d'un effet de

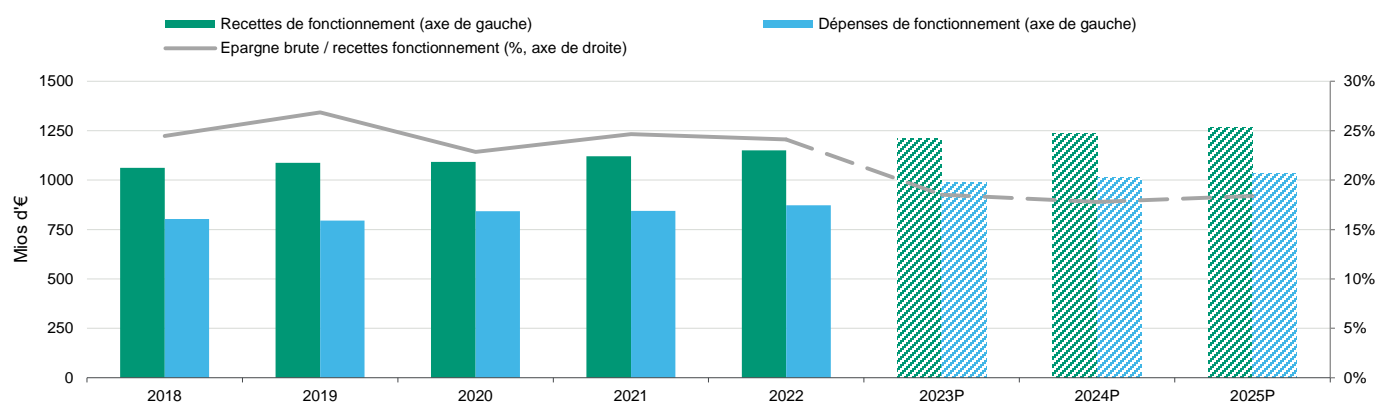
Cette publication n'annonce pas une décision de notation. Pour les publications faisant référence aux notations de crédit, veuillez-vous rendre sur <https://ratings.moody.com> et cliquer sur l'onglet relatif aux notations sur la page de l'émetteur/transaction correspondant(e) pour accéder à la dernière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

rattrapage sur les recrutements. Nous nous attendons ainsi à ce que les dépenses de fonctionnement s'accroissent significativement en 2023 (+12.9%) avant de se normaliser en 2024-25, en ligne avec le respect du contrat signé avec le gouvernement qui visait à limiter la croissance des dépenses entre 2018 et 2020 - la norme d'évolution imposée était fixée à 1,35% sur le budget principal.

Dans le même temps, nous nous attendons à ce que les recettes de fonctionnement croissent de 3.2% en moyenne annuelle entre 2023 et 2025 dans notre scénario central, portées par la croissance des recettes fiscales qui évoluent avec et protègent naturellement contre l'inflation - dont les recettes du versement mobilité ou de TVA (taxe sur la valeur ajoutée) qui représenteront chacune près de 20% des recettes de fonctionnement consolidées en 2023. Nous nous attendons aussi à ce que les transferts de l'Etat restent stables. Bien que n'étant pas immunisée contre les risques de récession, la performance opérationnelle solide de Bordeaux Métropole lui confère une capacité d'absorption aux chocs.

Figure 3

Le ratio d'épargne brute de Bordeaux Métropole demeurera en moyenne solide à 18% des recettes de fonctionnement sur la période 2023-2025



P : Prévisions. Données basées sur les budgets consolidés (budget principal, budget dédié aux transports publics et budget dédié à la gestion des déchets).

Sources: Bordeaux Métropole, Moody's Investors Service

Une économie robuste, dynamique et attractive

Bordeaux Métropole est une métropole française créée le 1 janvier 2015 en vertu de la loi MAPTAM (modernisation de l'action publique territoriale et d'affirmation des métropoles). En tant qu'intercommunalité, Bordeaux Métropole regroupe 28 municipalités et 819 604 habitants dont la Ville de Bordeaux qui compte 259 809 habitants. Première aire urbaine de la Région Nouvelle-Aquitaine, Bordeaux Métropole bénéficie d'une économie attractive aussi bien pour les populations que pour les entreprises, avec une croissance démographique beaucoup plus rapide que celle de la France (+1,2% par an sur la période 2014-20 contre +0,3% pour la France). Son produit intérieur brut (PIB) par habitant est comparable à la moyenne nationale (37 200 euros contre 36 700 euros en 2021). D'autres indicateurs socio-économiques tels que l'emploi, sont également comparables à ceux de la France - au dernier trimestre 2022, le taux de chômage était de 6.4% dans le département de la Gironde auquel Bordeaux Métropole appartient contre 6.9% pour la France. L'économie de la métropole présente une bonne diversification et bénéficie d'un revenu disponible par habitant élevé si l'on se place dans une perspective internationale. Le profil socio-économique solide de Bordeaux Métropole conforte ainsi son profil de crédit, essentiellement via ses bases d'imposition.

Un cadre solide de gouvernance et de gestion financière

La gouvernance et la gestion financière de la métropole sont robustes comme en témoigne sa stratégie financière transparente et bien définie, axée sur le maintien la santé financière pour rester en capacité d'investir - avec l'engagement de maintenir le ratio de désendettement (ratio de dette sur épargne brute) en dessous de la barre des 10 ans sur le mandat 2021-2026 (contre 4 ans à fin 2022). Le cadre robuste de gouvernance de Bordeaux Métropole s'est traduit au cours des dernières années par des antécédents de ratios d'épargne brute solides (25% en moyenne sur la période 2017-2022) et lui permettra, selon nous, de naviguer dans un environnement économique et financier incertain.

Sa bonne gestion financière est reflétée par des pratiques budgétaires prudentes, une planification financière pluriannuelle au cadre élaboré et une bonne gestion de la dette et de la liquidité. À fin 2022, l'encours total de la dette était pour 91% à taux fixe et 6% à

taux variable standard (dont principalement des indexations Euribor), le reste étant composé de prêts structurés non risqués. Le profil d'amortissement de la dette de la métropole est lissé et sa dette est prudemment répartie entre plusieurs prêteurs. À fin 2022, les financements sécurisés des banques publiques de développement ([Agence France Locale](#) [Aa3, perspective stable], [Caisse des dépôts et consignations](#) [Aa2, perspective stable], [Banque européenne d'investissement](#) [Aaa, perspective stable] et [SFIL](#) [Aa2, perspective stable]) comptaient pour 60% de l'encours de la dette, le reste étant réparti entre des banques françaises affichant des notations élevées (dont [Credit Mutuel Arkea](#) [Aa3, perspective stable, 9%] et [Groupe BPCE](#) [6%]) et des banques étrangères (notamment [Sumitomo Mitsui Banking Corporation](#) [A1, perspective stable, 8%]). Bordeaux Métropole a également lancé en 2023 un programme EMTN (Euro Medium Term Notes) d'un montant de 1 milliard d'euros. Le profil de liquidité robuste de Bordeaux Métropole est également conforté par des niveaux de liquidité interne solides traduisant, comme pour l'ensemble des collectivités locales françaises, des flux de trésorerie prévisibles et réguliers. Même si nous nous attendons à une érosion de ses excédents de trésorerie, l'intercommunalité entrant dans un plan d'investissement important, Bordeaux Métropole affichait en juillet 2023 une moyenne de 186 millions d'euros de trésorerie, couvrant plus de 1,7 fois son annuité de dette.

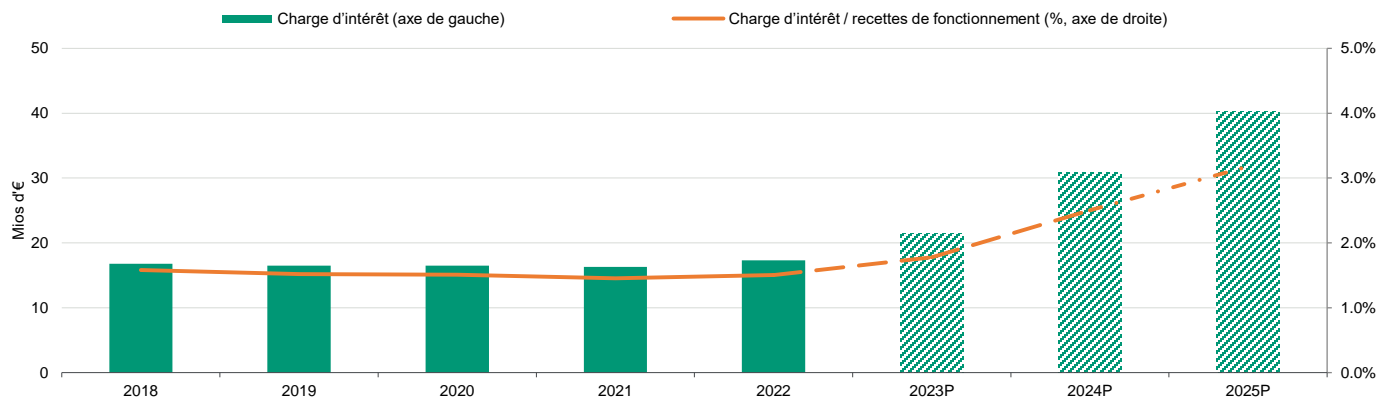
Malgré la réforme de la taxe d'habitation et l'impossibilité qui en résulte pour l'intercommunalité d'en relever le taux, Bordeaux Métropole bénéficie d'une certaine marge de manœuvre, notamment via son pouvoir de taux sur la Cotisation Foncière des Entreprises (CFE), qui représentait 10% des recettes de fonctionnement consolidées en 2022, ainsi qu'à travers la taxe GEMAPI (gestion des milieux aquatiques et prévention des inondations) sur son territoire. La mise en oeuvre de la taxe GEMAPI pour un montant maximal de 40 euros par habitant représenterait une recette fiscale additionnelle de 32 millions d'euros, soit 2.8% des recettes de fonctionnement en 2022. La marge de manœuvre dont bénéficie Bordeaux Métropole sur ses dépenses est plus limitée au vu de son engagement de fournir davantage de services à la population, ce qui requiert plus d'investissements. Cependant, le plan d'investissement offre une certaine flexibilité car une part significative des dépenses d'investissement n'est pas encore engagée et Bordeaux Métropole dispose d'une clause de révision à cet effet.

La dette s'alourdira significativement pour financer un plan pluriannuel d'investissement important

Le nouvel exécutif de la métropole élu en 2020 s'est engagé à accroître l'investissement, notamment dans les transports publics et la mobilité. Selon nous, les dépenses d'investissement de la métropole resteront élevées, à hauteur de 3 milliards d'euros sur la période 2023-2027 (soit 115% des dépenses d'investissement de la période 2017-2021), réparties entre son budget principal (79%), le budget dédié aux transports (19%) et le budget dédié à la gestion des déchets (2%). Si environ un tiers de ces dépenses sera financé par des subventions et autres recettes d'investissement (dont les FCTVA - fonds de compensation pour la taxe sur la valeur ajoutée), les emprunts nouveaux augmenteront de manière significative, passant de 130 millions d'euros en 2021 à 316 millions d'euros par an sur la période 2023-25. Nous anticipons ainsi une augmentation de la dette directe et indirecte nette (DDIN) de Bordeaux Métropole, pour atteindre 1,9 milliards d'euros d'ici fin 2025, alourdissant le poids de la dette de l'intercommunalité (ratio de DDIN sur recettes de fonctionnement) à 150% en 2025 contre 103% en 2021. A fin 2022, la DDIN de l'intercommunalité comprend 1,2 milliard d'euros de dette directe, principalement répartis entre son budget principal (624 millions d'euros) et son budget transport (569 millions d'euros), et 59 millions d'euros de dette indirecte, qui comprend les garanties d'emprunt ou les dettes d'entités satellites que nous ne jugeons pas financièrement autonomes. Malgré le niveau relativement élevé de dette, la charge d'intérêts demeurera modérée (3.2% des recettes de fonctionnement d'ici 2025 en moyenne contre 1,5 % en 2021), reflet d'un accès solide à des sources diversifiées de financement à des coûts modérés.

Figure 4

La charge d'intérêts demeurera modérée malgré la hausse des dépenses d'intérêts



P : Prévisions. Données basées sur les budgets consolidés (budget principal, budget dédié aux transports publics et budget dédié à la gestion des déchets).
Sources: Bordeaux Métropole, Moody's Investors Service

Des engagements conditionnels significatifs, présentant un risque limité

Les engagements conditionnels significatifs mais présentant un risque limité ne sont pas pris en compte dans les ratios de DDIN. Fin 2022, les garanties de Bordeaux Métropole s'élevaient à 3,7 milliards d'euros, soit 326% de ses recettes de fonctionnement consolidés. S'agissant d'une compétence essentielle de la métropole sur son territoire, ces garanties sont presque exclusivement accordées à des bailleurs sociaux subventionnés par l'État (99% des garanties accordées)- dont [Vilogia](#) (A2, perspective négative) et [Claisienne](#) (A2, perspective négative). Les bailleurs sociaux font face à leur dette de manière autonome, disposant de revenus suffisants pour assurer le service de la dette, et plusieurs entités publiques, dont la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS) et la [Caisse des dépôts et consignations](#) (CDC, Aa2, perspective stable), suivent de près l'évolution de leur profil de crédit. La métropole dispose d'un mécanisme de contrôle du profil de crédit des bailleurs sociaux des plus efficaces parmi les entités françaises que nous notons et aucune garantie n'a été appelée par le passé.

Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

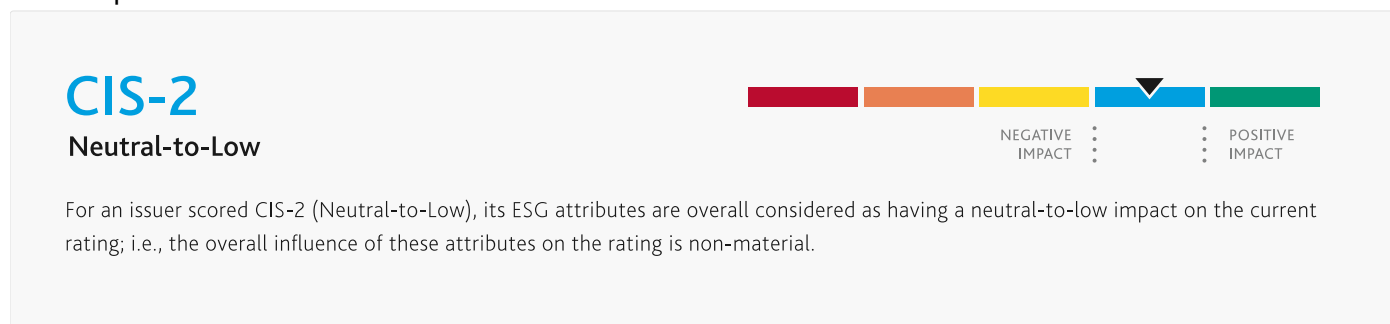
Le soutien exceptionnel que serait susceptible d'apporter le gouvernement français à Bordeaux Métropole est jugé modéré reflétant les différents mécanismes et mesures d'aide mis en place lors de la crise financière mondiale et pendant la crise sanitaire pour soutenir tous les niveaux de collectivités locales. Il reflète également les défauts de plusieurs municipalités sur leurs obligations dans les années 1990.

Considérations ESG

Le score d'impact de crédit de BORDEAUX METROPOLE est neutre-à-faible (CIS-2)

Figure 5

Score d'impact de crédit ESG



Source: Moody's Investors Service

Le score d'impact de crédit de Bordeaux Métropole est neutre-à-faible (**CIS-2**) et reflète une faible exposition aux risques environnementaux et sociaux, une gouvernance très solide et une résilience aux chocs, grâce à la solidité financière intrinsèque de l'intercommunalité et le soutien exceptionnel dont elle bénéficie (notamment de l'État en cas de catastrophe naturelle majeure).

Figure 6

Score de profil d'émetteur ESG



Source: Moody's Investors Service

Environnemental

L'exposition de Bordeaux Métropole aux risques environnementaux est généralement faible dans toutes les catégories. La seule exception que nous considérons comme modérément négative concerne le stress hydrique et l'élévation du niveau de la mer. Son score global de profil d'émetteur E est donc neutre à faible (**E-2**).

Social

Le score de profil d'émetteur social de Bordeaux Métropole est neutre-à-faible (**S-2**) et tient compte d'un système d'éducation de haute qualité, une bonne disponibilité de logements, un système de santé et de sécurité de haute qualité et un très bon accès aux services essentiels. Comme pour la France, le vieillissement de la population représente un défi à long terme contrebalancé au niveau métropolitain par l'attractivité du territoire et une forte croissance démographique.

Gouvernance

Le profil de gouvernance très solide de Bordeaux Métropole conforte sa notation comme en témoignent ses pratiques budgétaires et de planification prudentes, la flexibilité budgétaire dont elle dispose et sa gestion financière. Ces éléments sont pris en compte dans le score G d'émetteur positif (**G-1**).

Les scores de profil d'émetteur ESG et le score d'impact de crédit pour l'entité notée/la transaction sont disponibles à l'adresse [Moody's.com](https://www.moodys.com). Pour voir les scores les plus récents, allez sur la page de l'entité/transaction sur [Moody's.com](https://www.moodys.com) en cliquant [ici](#) et reportez vous à la section ESG.

Toutes ces considérations sont évoquées plus en détail dans la section "Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit" ci-dessus. Notre approche des risques ESG est expliquée dans notre rapport "[Regional and Local Governments – International: Credit impact of ESG factors limited in advanced economy RLGs, negative in emerging markets](#)" et dans notre méthodologie multisectorielle « [General Principles for Assessing ESG Risks](#) ».

Méthodologie de notation et facteurs retenus dans la grille d'analyse (Scorecard)

Le BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de aa3 est aligné avec le score (aa3) obtenu à partir de la matrice. Le BCA obtenu à partir de cette matrice reflète (1) un score de risque idiosyncratique de 2 (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 Bordeaux Métropole est la méthodologie applicable aux collectivités locales «Regional and local governments» publiée en janvier 2018. Pour accéder à cette méthodologie, veuillez-vous rendre dans la rubrique « Rating methodologies » de notre site www.moodys.com.

Figure 7

Bordeaux Métropole Collectivités territoriales

Évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA - Baseline Credit Assessment)	Score	Valeur	Pondération Du Sous-Facteur	Total Du Sous-Facteur	Pondération du Facteur	Total
Scorecard						
Facteur 1 : Fondamentaux économiques						
Dynamisme économique	5	100.29	70%	3.8	20%	0.76
Volatilité économique	1		30%			
Facteur 2 : Cadre institutionnel						
Cadre législatif	1		50%	2	20%	0.40
Flexibilité financière	3		50%			
Facteur 3 : Performance financière et profil de la dette						
Ratio d'épargne brute sur recettes de fonctionnement (%)	1	24.39	12.5%	3.3	30%	0.98
Ratio charges d'intérêt sur recettes de fonctionnement (%)	3	1.12	12.5%			
Liquidité	5		25%			
Ratio de dette directe et indirecte nette sur recettes de fonctionnement (%)	5	78.72	25%			
Ratio de dette directe à court terme sur dette directe (%)	1	7.18	25%			
Facteur 4 : Gouvernance et gestion - MAX						
Contrôles des risques et gestion financière	1			1	30%	0.30
Gestion des investissements et de la dette	1					
Transparence et publication des informations	1					
Risque idiosyncratique						2.44(2)
Risque systémique						Aa2
BCA suggéré						aa3

Source: Moody's Investors Service (Budget principal, comptes audités 2022)

Notations

Figure 8

Catégorie	Notation Moody's
BORDEAUX METROPOLE	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	Aa3
Senior sans garantie - en monnaie locale	(P)Aa3
ST Issuer Rating	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 MJJK ou MSFJ (le cas échéant) ont, avant l'attribution de toute notation de crédit, accepté de verser à MJJK 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

1377610

SERVICE CLIENTÈLE

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