

## OPINION DE CREDIT

11 mai, 2018

Rate this Research >>

### Notations

|                     |   |
|---------------------|---|
| Domicile            | France  |
| Notation long-terme | Aa3   |
| Catégorie           | Notation d'émetteur, devise locale et étrangère |
| Perspective         | Positive  |

Pour plus d'information, veuillez consulter la rubrique Notations à la fin de ce rapport.  
Les notations et les perspectives reflètent l'information à la date de publication du présent rapport.

### Contacts

|                                 |                              |
|---------------------------------|------------------------------|
| Nadejda Seu                     | +44.20.7772.8738             |
| Associate Analyst               | nadejda.seu@moodys.com       |
| Matthieu Collette               | +33.1.5330.1040              |
| Vice-Président - Senior Analyst | matthieu.collette@moodys.com |
| Sébastien Hay                   | +34.91.768.8222              |
| Senior Vice-Président / Manager | sebastien.hay@moodys.com     |

# Département de l'Eure

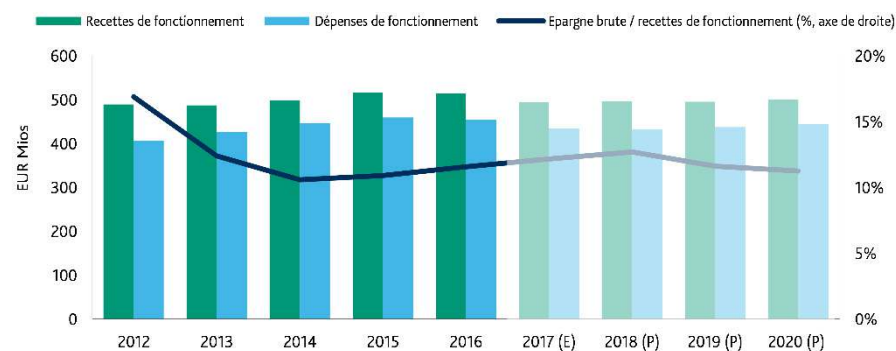
Actualisation à la suite du changement de perspective

## Synthèse

Le profil de crédit du Département de l'Eure (Aa3 Positive) reflète des résultats financiers stables dans un contexte national d'accélération de la croissance économique qui favorise la hausse des recettes fiscales et le ralentissement des dépenses sociales. L'épargne brute du département devrait atteindre en moyenne 11,5% des recettes de fonctionnement sur les trois prochaines années. La qualité de crédit du département est également soutenue par son niveau d'endettement modéré et stable, une bonne gouvernance financière, ainsi qu'une gestion de la liquidité prudente. La dette directe devrait augmenter modérément pour atteindre 78% en 2020 dû à un cycle d'investissement soutenu.

GRAPHIQUE 1

### Des résultats financiers stables



(E) - données estimées, (P) - projections.

Source: Département de l'Eure, Moody's Investors Service

## Forces

- » Une performance financière solide, particulièrement en comparaison avec les autres départements français
- » Un niveau d'endettement modéré et stable
- » Un profil de liquidité sécurisé
- » Une gestion budgétaire et financière prudente

## Faiblesses

- » Un cadre institutionnel limitant la flexibilité budgétaire des départements
- » Une économie diversifiée mais dont la taille est relativement réduite à l'échelle nationale

## Perspective de notation

La perspective de notation positive reflète l'amélioration du contexte français et le lien étroit entre les RLGs et le gouvernement central ainsi que les bons résultats financiers que le Département de l'Eure devrait, selon nous, continuer à afficher et un poids de la dette qui reste modéré.

## Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

- » Des résultats de fonctionnement supérieurs aux attentes et/ou une diminution des ratios d'endettement auraient une incidence positive sur la notation du département.
- » En outre, un renforcement du profil de crédit de la France (Aa2, perspective positive) entraînant un rehaussement de la notation du pays aurait une incidence positive sur l'ensemble des notations des collectivités locales françaises, y compris le Département de l'Eure.

## Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

- » Une performance budgétaire moins solide associée à des niveaux d'épargne brute inférieurs à nos prévisions ou des niveaux d'endettement significativement plus élevés et une capacité de désendettement (ratio dette directe sur épargne brute) supérieure à 10 ans, pèserait sur la notation.
- » Par ailleurs, un abaissement de la notation de la France pourrait aussi conduire à un abaissement de la notation du département.

## Indicateurs clés

GRAPHIQUE 2

### Indicateurs clés

Département de l'Eure

|  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 (E) |
|--|------|------|------|------|------|----------|
| Epargne brute / recettes de fonctionnement (%)                   | 16.9 | 12.4 | 10.6 | 10.9 | 11.6 | 12.2     |
| Dépenses d'investissement / dépenses totales (%)                 | 19.4 | 21.5 | 17.8 | 15.2 | 13.2 | 14.8     |
| Ratio d'autofinancement  | 1.1  | 0.9  | 0.9  | 1.0  | 1.1  | 1.0      |
| Capacité (besoin) de financement / recettes totales (%)          | 1.4  | -1.5 | -2.6 | -0.7 | 1.8  | -0.2     |
| Charges d'intérêts/ recettes de fonctionnement (%)               | 0.9  | 0.8  | 0.8  | 0.8  | 0.8  | 0.8      |
| Transferts reçus/ recettes de fonctionnement (%)                 | 32.0 | 32.0 | 30.8 | 28.1 | 27.7 | 26.5     |
| Dette directe et indirecte nette/ Recettes de fonctionnement (%) | 58.1 | 57.3 | 59.1 | 59.3 | 56.5 | 58.0     |

(E) - données estimées, (P) - projections.

Source: Département de l'Eure, Moody's Investors Service

## Détail des critères de notation considérés

Le 9 mai 2018, Moody's a changé la perspective de stable à positive du Département de l'Eure. Ce changement est consécutif à l'amélioration de la perspective du gouvernement français, de stable à positive (notation Aa2 affirmée) qui a eu lieu le 4 mai 2018. La perspective positive reflète l'amélioration de la qualité de crédit de la France ainsi que les liens étroits entre le profil de risque des collectivités locales et du gouvernement central.

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

Le profil de crédit du département de l'Eure, reflété par une notation Aa3 avec perspective positive intègre à la fois (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 le département devrait faire face à une crise de liquidité.

### Risque de crédit intrinsèque (BCA- Baseline Credit Assessment)

#### Une performance financière solide, particulièrement en comparaison avec les autres départements français

Le Département de l'Eure a enregistré des performances financières solides au cours des cinq dernières années malgré la double contrainte créée par l'augmentation tendancielle des dépenses de fonctionnement et la baisse des concours financiers de l'Etat. En effet, l'épargne brute (recettes réelles de fonctionnement - dépenses réelles de fonctionnement) a représenté en moyenne 12,4% des recettes de fonctionnement pour la période 2012-2017, soit un niveau supérieur à la moyenne française des départements (estimée à 11,1% sur la même période), alors que le ratio de dette directe rapportée aux recettes de fonctionnement est resté relativement stable sur la période (50,3% en 2016, contre 48,0% en 2012).

Le ratio d'épargne brute du département a cependant diminué au cours des cinq dernières années, à un rythme annuel moyen de 6%, une tendance en ligne avec celle des autres départements français. Cette tendance s'explique par un effet de ciseaux entre des recettes de fonctionnement atones et des dépenses contraintes en hausse. Le taux de croissance annuel composé (TCAC) des dépenses de fonctionnement a accéléré à 1,3%, tandis que les recettes n'ont augmenté que de 0,2% en moyenne annuelle au cours de la période considérée. A partir de 2014, la baisse des dotations de fonctionnement de l'Etat a accru la pression budgétaire sur les recettes de fonctionnement, étant donnée l'autonomie fiscale limitée du département (les recettes fiscales sur lesquelles le département a un pouvoir de taux représentent 21,8% des recettes de fonctionnement en 2017). D'autre part, la faible croissance économique a impacté les dépenses sociales. Ainsi, l'allocation personnalisée d'autonomie (APA) et le revenu de solidarité active (RSA) - ont progressé à un rythme annuel moyen de 4,9% pendant les cinq dernières années, tandis que la dotations de l'Etat ont diminué de 6% en moyenne.

Cependant, en 2017 l'effet de ciseaux sur la section de fonctionnement s'est atténué dans un contexte national d'accélération de la croissance économique. Ainsi, les recettes fiscales du département ont accéléré avec notamment une hausse de 14% des droits de mutation à titre onéreux. Dans le même temps, la croissance des dépenses sociales obligatoires ralentit (hausse annuelle de 1,9% des dépenses RSA et APA). Par conséquent, l'épargne brute du département a légèrement augmenté (+1,1%) et s'est établie à 60,3 millions d'euros soit 12,2% des recettes de fonctionnement.

Nous anticipons que le Département de l'Eure maintiendra ces bons résultats financiers lors des trois prochaines années. En effet, le scénario central du département repose sur une croissance plus faible des dépenses de RSA, conséquence d'une croissance du produit intérieur brut (PIB) meilleure et d'une maîtrise stricte des autres dépenses, notamment celles de personnel. Nous jugeons réalistes les hypothèses de croissance attendue des recettes de fonctionnement, en ligne avec la moyenne historique observée (notamment l'évolution physique des bases de la taxe foncière sur les propriétés bâties). De plus, en 2018, le département devrait signer un contrat avec le gouvernement central le contraignant à limiter la progression des dépenses de fonctionnement à 1,2% (inflation comprise) par an sur les trois années suivantes. En contrepartie, les transferts de l'Etat seront maintenus. Alors que les conditions définitives de la contractualisation restent à être précisées dans les prochaines semaines, nous nous attendons à ce que le département soit signataire et respecte les termes de ce contrat. Ainsi, le département afficherait une épargne brute à 11,9% des recettes de fonctionnement à l'horizon 2020.

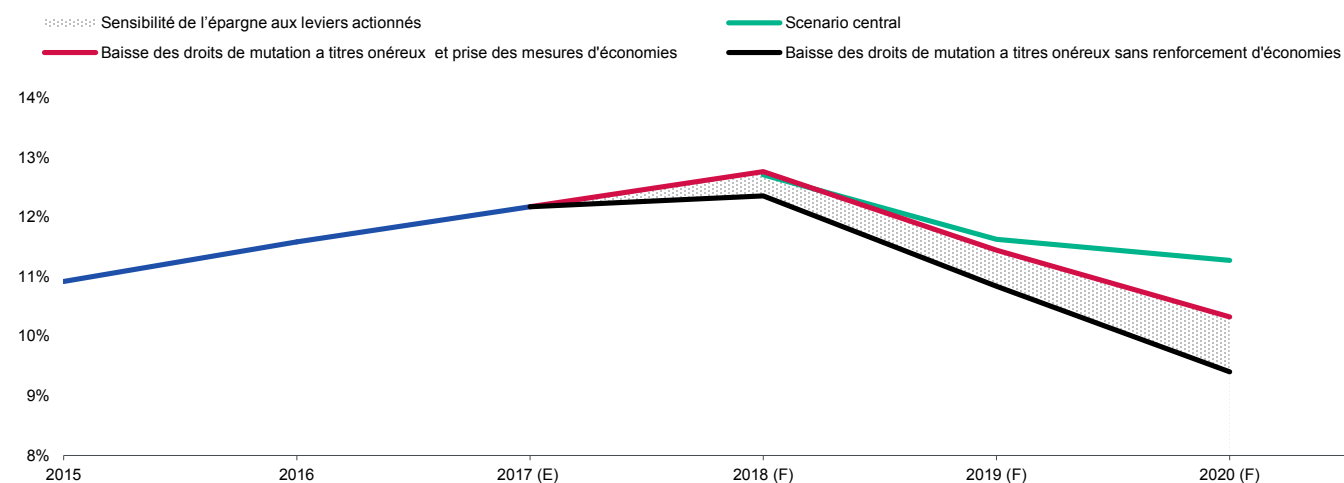
Nous notons que le Département de l'Eure a considéré également un scénario très pessimiste de baisse des recettes provenant des droits de mutation à titre onéreux de 16,7 millions d'euros au cours de trois prochaines années, qui entraînerait une détérioration de l'épargne brute et des ratios de dette (courbe noire du graphique 3). Le département dispose néanmoins de certains leviers, tant en dépenses de fonctionnement qu'en investissement, qui pourraient être actionnés. Moyennant une maîtrise encore plus stricte des dépenses de gestion (en frais de personnel, et en dépenses non obligatoires, notamment) le taux d'épargne brute atteindrait 10,3% des revenus de fonctionnement à l'horizon 2020 (courbe rouge du graphique 3).

Par ailleurs, bien que limitées, le département dispose encore de marges de manœuvre fiscales sur la taxe foncière sur les propriétés bâties qu'il pourrait mobiliser en cas de besoin, même si cette hypothèse n'est pas retenue dans les projections financières de l'exécutif.

GRAPHIQUE 3

**Une épargne brute maintenue à plus de 10% des recettes de fonctionnement**

Epargne brute/recettes de fonctionnement



(E) - données estimées, (P) - projections.

Source: Département de l'Eure, Moody's Investors Service

**Un niveau d'endettement modéré et stable**

Le stock de dette directe du département était stable à 248,8 millions d'euros fin 2017, soit une part relativement modérée (50,3%) de ses recettes de fonctionnement. Contrairement à la tendance observée sur les départements au cours des dernières années, ce ratio de dette est resté stable au cours des cinq dernières années, reflet notamment de la bonne tenue de l'épargne.

La dette garantie, bien que significative, représente un risque faible. Fin 2017, elle atteignait 283,5 millions d'euros. Une part importante (85%) est destinée à des organismes de logement subventionnés par l'Etat (majoritairement à des organismes de logement social), qui présentent un risque de crédit limité généralement. Ainsi, en intégrant les 15% restant, le ratio de dette directe et indirecte nette du département atteint 58% des recettes de fonctionnement fin 2017. La capacité de désendettement du département atteint 4,1 années en 2017 (stable par rapport à 2016).

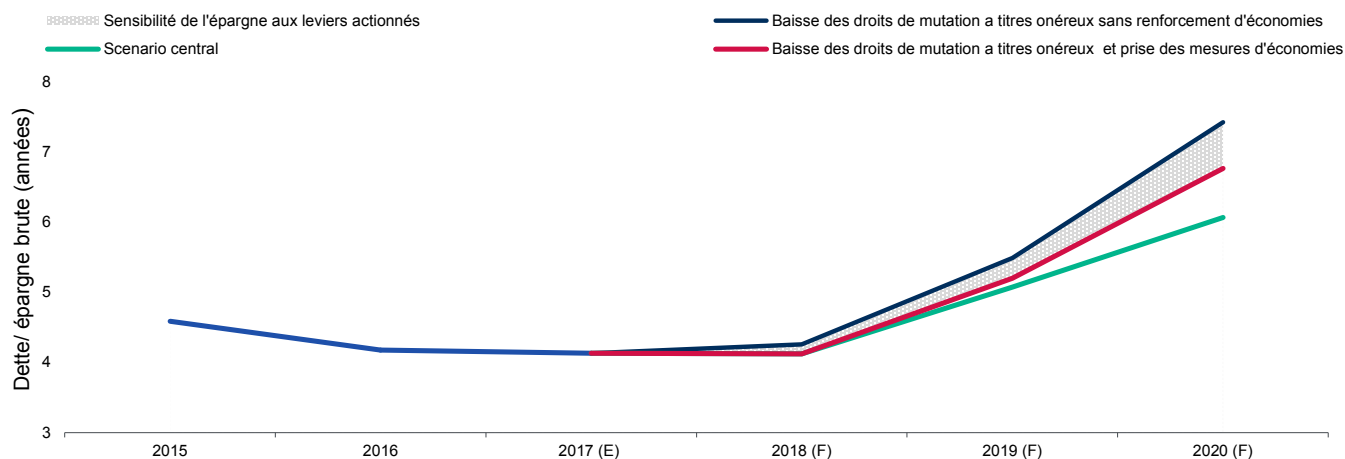
Toutefois, nous notons que l'Office public de l'habitat (OPH) Eure Habitat qui bénéficie de la garantie explicite du Département de l'Eure pour un montant de 58,7 millions d'euros à fin 2017, est actuellement sous protocole Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS). En effet, l'OPH bénéficie actuellement d'une assistance, en vertu d'une convention multipartite, qui s'inscrit dans le périmètre défini en France pour le logement social et s'applique aux bailleurs en difficulté financière. En vigueur jusqu'en 2021, cette convention fixe plusieurs objectifs contraignants tels qu'un plan d'économies et une restructuration de la dette.

Selon nos projections, dans un scénario comportant un niveau accru d'investissement de 109,7 millions d'euros en moyenne chaque année entre 2018 et 2020, avec un niveau maximum de 126,6 millions en 2020 (reflétant le pic de la phase travaux pour les collèges), la dette directe et indirecte nette du département pourrait s'élever d'ici 2020 à 384,4 millions d'euros, soit environ 77% des recettes de fonctionnement prévues pour l'année (ou environ 6,8 années d'épargne brute). Le service de la dette (capital et intérêts) représenterait ainsi environ 4,9% des recettes de fonctionnement en 2020 (contre 4,4% fin 2017). Face à un choc fortement négatif sur les droits de mutation à titre onéreux, et compte tenu des leviers en fonctionnement et du possible lissage dans le temps des travaux pour les collèges, le Département de l'Eure serait en mesure de maintenir ses grands équilibres financiers et d'afficher une capacité de désendettement inférieures à 8 années d'épargne brute au titre de sa dette directe en 2020.

GRAPHIQUE 4

**Evolution de la capacité de désendettement du département**

Dettes/épargne brute



(E) - données estimées, (P) - projections.

Source: Département de l'Eure, Moody's Investors Service

Le département présente un profil d'endettement sain avec un profil d'amortissement lissé. La dette est en totalité libellée en euros et ne comprend pas d'emprunts risqués (au sens de la charte Gissler). En outre, au 31 décembre 2017, 58% de l'encours de la dette départementale (après swaps) était à taux fixe et le reste à taux variable.

**Un profil de liquidité sécurisé**

Le Département de l'Eure affiche une situation de liquidité favorable avec un accès aux financements à court terme, tant bancaires que désintermédiés. Par ailleurs, le profil de trésorerie du département est prévisible, notamment les douzièmes de recettes fiscales et les concours de l'Etat.

Début 2018, la collectivité bénéficie de deux lignes de trésorerie d'un montant total de 50 millions d'euros et de lignes de crédit revolving affectées aux besoins de financement à court terme de 6 millions d'euros. Nous considérons que ce niveau est satisfaisant pour couvrir les besoins futurs de financement à court terme du département, y compris les remboursements des émissions des titres négociables à court terme (NEU CP ou Negotiable European Commercial Paper) dans le cadre de son programme d'émissions de 100 millions d'euros lancé en 2013. En 2017, l'encours moyen de NEU CP émis par le département s'est établi à 20,1 millions d'euros et son encours maximal était de 35 millions d'euros. Ces niveaux devraient rester stables en 2018 selon les projections du département, mais resteront couverts par les lignes de trésorerie disponibles.

**Une gestion budgétaire et financière prudente**

Le département privilégie une approche budgétaire prudente et gère de manière efficiente sa dette et sa trésorerie. Nous considérons que la stratégie financière de l'exécutif départemental est claire avec des objectifs à long terme appropriés. En particulier le département s'est engagé à respecter un taux d'épargne minimum de 10% et une capacité de désendettement inférieure à 10 ans. Enfin, le reporting financier du département est jugé complet et transparent.

Confronté à une flexibilité budgétaire limitée, le département a mis en place une stratégie financière visant à atténuer la détérioration de ses grandes équilibres budgétaires grâce à une maîtrise forte des dépenses de fonctionnement, dont nous suivons l'efficacité dans le temps. Le plan de réduction de la croissance des dépenses de personnel, la diminution des frais généraux, la mise en place des schémas de mutualisation des services de support, notamment le Service départemental d'incendie et de secours (SDIS), ainsi que la réorganisation de la gestion des entités satellites constituent les mesures principales de ce plan d'économies.

**Un cadre institutionnel limitant la flexibilité budgétaire des départements**

À l'instar d'un grand nombre de départements français, la structure budgétaire du Département de l'Eure se caractérise par une autonomie fiscale limitée et une rigidité des dépenses de fonctionnement. Ses recettes de fonctionnement étant davantage exposées au cycle économique que celles des autres collectivités locales françaises, ses marges de manœuvre s'en trouvent restreintes. En matière de recettes de fonctionnement, la taxe foncière sur les propriétés bâties (21% des recettes de fonctionnement) est la seule

recette fiscale sur laquelle le Département de l'Eure dispose d'un pouvoir de relèvement de taux. Cependant, étant donné son taux actuel (20,24%, soit un taux supérieur à la moyenne départementale de 18,75% en 2015) et l'évolution haussière de la fiscalité nationale entre 2012 et 2017, l'exécutif ne souhaite pas recourir à ce levier.

Côté dépenses, les compétences sociales départementales entraînent une rigidité importante des dépenses de fonctionnement. Ces dépenses pèsent fortement sur les dépenses départementales, dans un contexte de chômage encore élevé. Ainsi, en additionnant les dépenses de personnel, le RSA, l'APA et les autres dépenses relatives à l'action sociale, les dépenses « contraintes » du Département de l'Eure représentaient plus de 54,6% de ses dépenses réelles de fonctionnement fin 2017.

#### **Une économie diversifiée mais dont la taille est relativement réduite à l'échelle nationale**

Avec 610 152 habitants, le Département de l'Eure est un département de taille moyenne, situé en Région Normandie (avant la Réforme Territoriale, Région Haute-Normandie). La population départementale représente 18% de la population régionale, avec une croissance annuelle de 0,6% sur la période 1990-2016, la moyenne française se situant à 0,5%. En même temps, sa proximité avec l'Île-de-France constitue un facteur d'attractivité.

Le tissu économique repose pour une part importante sur l'industrie (24% des effectifs salariés), le département de l'Eure étant le 7<sup>e</sup> département industriel de France. Cependant, les filières industrielles sont relativement diversifiées, l'industrie agroalimentaire étant représentée aux côtés des industries pharmaceutique ou encore aéronautique et spatiale. Nous notons également la présence sur le territoire des grands laboratoires de recherche en liaison avec le pôle de compétitivité Cosmetic Valley - premier centre de ressources mondial de la parfumerie-cosmétique. Le taux de chômage de 9,0% au dernier trimestre 2017 est légèrement inférieur à la moyenne nationale (9,7%).

Toutefois, le tissu économique du département demeure de taille relativement réduite à l'échelle nationale. Le PIB par habitant départemental s'élevait à 22 820 euros fin 2015 soit 70% de la moyenne nationale.

#### **Soutien exceptionnel**

Le niveau modéré de soutien extraordinaire du gouvernement français (Aa2 positive) pris en compte dans la notation reflète les différents mécanismes mis en place par le gouvernement central lors de la crise financière pour soutenir les collectivités territoriales. Ces mécanismes incluent des interventions de la Caisse des Dépôts (Aa2 positive) et la mise en place d'un fonds de liquidité pour aider les collectivités territoriales à refinancer leurs prêts structurés. En même temps, le niveau de soutien tient également compte de la responsabilisation progressive des collectivités territoriales par le gouvernement central.

#### **Résultat de la grille d'évaluation du risque de crédit intrinsèque (Scorecard BCA)**

S'agissant du département de l'Eure, la matrice BCA conduit à une estimation de BCA de a1, niveau proche du score de aa3 attribué par le comité de notation.

Le BCA de a1 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 positive, de la dette souveraine.

## Méthodologie et facteurs de notation

La méthodologie principalement utilisée dans le cadre de cette notation est notre méthodologie sur les collectivités territoriales « Regional and Local Governments » de Janvier 2018. Pour accéder à cette méthodologie, veuillez-vous rendre dans la rubrique « Ratings Methodologies » de notre site [www.moodys.com](http://www.moodys.com).

GRAPHIQUE 5  
Scorecard

| Baseline Credit Assessment Scorecard   | Score | Valeur | Pondération Du Sous-Facteur | Total Du Sous-Facteur | Pondération du Facteur | Total          |
|--|-------|--------|-----------------------------|-----------------------|------------------------|----------------|
| <b>Facteur 1: Fondamentaux économiques</b>                                   |       |        |                             | 6.6                   | 20%                    | 1.32           |
| Dynamisme économique   | 9     | 70.3   | 70%                         |                       |                        |                |
| Volatilité économique  | 1     |        | 30%                         |                       |                        |                |
| <b>Facteur 2: Cadre institutionnel</b>                                       |       |        |                             | 3                     | 20%                    | 0.6            |
| Cadre législatif   | 1     |        | 50%                         |                       |                        |                |
| Flexibilité financière   | 5     |        | 50%                         |                       |                        |                |
| <b>Facteur 3: Performance financière et profil de la dette</b>               |       |        |                             | 2.5                   | 30%                    | 0.75           |
| Ratio d'épargne brute sur recettes de fonctionnement (%)                     | 1     | 11.3   | 12.50%                      |                       |                        |                |
| Ratio des charges d'intérêts sur recettes de fonctionnement (%)              | 1     | 0.81   | 12.50%                      |                       |                        |                |
| Liquidité  | 5     |        | 25%                         |                       |                        |                |
| Ratio de dette directe et indirecte nette sur recettes de fonctionnement (%) | 5     | 56.5   | 25%                         |                       |                        |                |
| Ratio de dette directe à court terme sur dette directe (%)                   | 1     | 7.4    | 25%                         |                       |                        |                |
| <b>Facteur 4: Gouvernance et gestion - MAX</b>                               |       |        |                             | 1                     | 30%                    | 0.3            |
| Contrôles des risques et gestion financière                                  | 1     |        |                             |                       |                        |                |
| Gestion des investissements et de la dette                                   | 1     |        |                             |                       |                        |                |
| Transparence et publication des informations                                 | 1     |        |                             |                       |                        |                |
| <b>Risque idiosyncratique</b>  |       |        |                             |                       |                        | <b>2.97(3)</b> |
| Risque systémique  |       |        |                             |                       |                        | <b>Aa2</b>     |
| BCA suggéré  |       |        |                             |                       |                        | <b>a1</b>      |
| BCA assigné  |       |        |                             |                       |                        | <b>aa3</b>     |

Source: Département de l'Eure, Moody's Investors Service

## Notations

| Catégorie   | Notation Moody's |
|---|------------------|
| <b>Département de l'Eure</b>  |                  |
| Perspective   | Positive         |
| Notation d'émetteur à long terme  | Aa3              |
| Notation d'émetteur à court terme                                       | P-1              |
| Notation Programme EMTN Senior Unsecured                                | (P)Aa3           |
| Notation Programme de Titres Négociables à Court Terme Commercial Paper | P-1              |

Source: Moody's Investors Service

Numéro de rapport: 1124765

**Auteurs**  
Nadejda Seu  
Matthieu Collette

**Associé de Production**  
Srinivasan Raghavan

Moody's Public Sector Europe is the trading name of Moody's Investors Service EMEA Limited, a company incorporated in England with registered number 8922701 that operates as part of the Moody's Investors Service division of the Moody's group of companies.

© 2018 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 MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ET SES SOCIÉTÉS DE NOTATION AFFILIÉES (« MIS ») SONT REPRÉSENTATIVES DES AVIS ACTUELS DE MOODY'S 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 PUBLICATIONS DE MOODY'S PEUVENT CONTENIR L'OPINION ACTUELLE DE MOODY'S SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR D'ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES. PAR RISQUE DE CRÉDIT, MOODY'S ENTEND LE RISQUE QU'UNE ENTITÉ NE SOIT PAS EN MESURE DE REMPLIR SES OBLIGATIONS CONTRACTUELLES ET FINANCIÈRES LORSQU'ELLES ARRIVENT À ÉCHÉANCE, AINSI QUE TOUTES PERTES FINANCIÈRES ESTIMÉES EN CAS DE DÉFAUT. 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 ET LES AVIS DE MOODY'S 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 CRÉDITS AINSI QUE DES AVIS ET COMMENTAIRES AFFÉRENTS PUBLIÉS PAR MOODY'S ANALYTICS INC. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE CONSEILS EN PLACEMENT OU DE CONSEILS FINANCIERS, NI DES RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES EN PARTICULIER. NI LES NOTATIONS DE CRÉDIT, NI LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT UNE APPRÉCIATION DE LA PERTINENCE D'UN PLACEMENT POUR UN INVESTISSEUR SPÉCIFIQUE. MOODY'S ÉMET DES NOTATIONS DE CRÉDIT ET DIFFUSE LES PUBLICATIONS DE MOODY'S 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 ÉMISES PAR MOODY'S ET LES 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 D'UNE NOTATION DE CRÉDIT OU D'UNE PUBLICATION 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 ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DESTINÉES À ÊTRE UTILISÉES 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 ou de préparation des publications de 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 envers toute personne ou entité pour toutes pertes ou tous dommages indirects, spéciaux, consécutifs ou accidentels, résultant de ou en connexion avec les informations contenues ci-contre, ou du fait de l'utilisation ou 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 CE TYPE OU AUTRE OPINION OU AUTRE 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, accepté de verser à Moody's Investors Service, Inc., pour les services d'évaluation et de notation fournis, des honoraires allant de \$ 1 500 à environ \$ 2 500 000. MCO et MIS appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer l'indépendance des notations et des processus de notation appliqués par MIS. 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 attribuées par MIS 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](http://www.moody's.com), dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — 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. Il serait imprudent et inapproprié pour les investisseurs particuliers de prendre une décision d'investissement sur la base d'une notation de crédit ou d'une publication effectuée par MOODY'S. En cas de doute, consultez votre conseiller financier ou un autre conseiller professionnel.

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 États-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 ».

MJKK 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, accepté de verser à MJKK ou MSFJ (le cas échéant) pour les services d'évaluation et de notation fournis, des honoraires allant de 200 000 JPY à environ 350 000 000 JPY.

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