

**CREDIT OPINION**

20 December 2024

Mise à jour



Envoyez-nous vos commentaires

**NOTATIONS**

**Tisseo Collectivités**

Domicile	France
Notation à long terme	A2
Catégorie	LT Issuer Rating - Fgn Curr
Perspective	Negative

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

Agathe Segard +33.15.330.1031  
Ratings Associate  
agathe.segard@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

# Tisseo Collectivites (France)

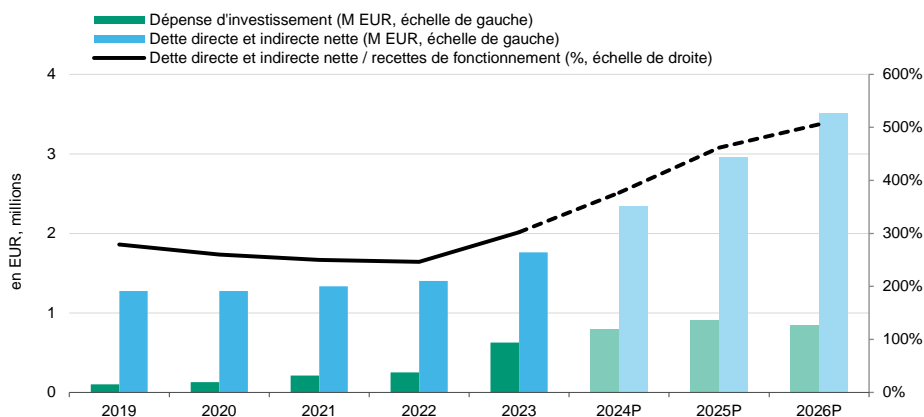
Actualisation suite à l'affirmation des notations, la perspective reste négative

**Synthèse**

Le profil de crédit de [Tisséo Collectivités](#) (A2 négative/Prime-1) reflète une performance opérationnelle très solide, un cadre de gouvernance robuste et l'attractivité d'un territoire dont la croissance économique potentielle est forte. Les notations sont contraintes par un coût de la dette ainsi qu'un endettement élevés, et qui augmenteront encore davantage en raison d'un plan pluriannuel d'investissement important. Le profil de crédit de Tisséo Collectivités est également soutenu par la forte probabilité d'un soutien exceptionnel de la part de [Toulouse Métropole](#) (Aa3, perspective négative), dans le cas où l'émetteur serait confronté à une crise de liquidité extrême.

Encadré 1

**La dette augmentera davantage en raison d'un plan d'investissement important**



P : prévision

Source: Tisséo Collectivités, Moody's Ratings

**Forces**

- » Une performance opérationnelle très solide
- » Un territoire attractif et ayant un fort potentiel de croissance économique
- » Une gouvernance et une position de liquidité robustes

Le présent rapport est une traduction de [Tisseo Collectivites \(France\):Update following rating affirmation, outlook remains negative](#), document publié le 20 décembre 2024.

## Faiblesses

- » La dette augmentera davantage en raison d'un plan pluriannuel d'investissement important
- » Un coût élevé de la dette qui reflète un endettement très élevé

## Perspective de notation

La perspective négative traduit l'incertitude entourant la conduite des politiques publiques au niveau de l'émetteur souverain. Bien que les collectivités locales ne subissent pas les mêmes pressions politiques entravant la consolidation budgétaire au niveau de l'émetteur souverain, nous estimons que la flexibilité budgétaire limitée du gouvernement central pourrait se traduire par des mesures défavorables, y compris par le biais de réductions significatives des recettes. Des mesures défavorables pourraient avoir une incidence majeure sur la marge de fonctionnement et la trajectoire de dette de Tisseo Collectivites, alors que Tisseo Collectivites est engagé dans un programme d'investissement important. L'incertitude politique pourrait entraver la capacité de planification effective de Tisseo Collectivites. De nouvelles pressions négatives pesant sur les coûts d'emprunt de la France, conséquence de l'incertitude politique, pourraient également avoir des effets négatifs sur les conditions de financement.

## Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

Tout rehaussement de notation apparaît improbable compte tenu de la perspective négative. Nous serions susceptibles de réviser les perspectives à stable si nous jugions que Tisseo Collectivites était en mesure de faire face à l'environnement actuel incertain sans nuire de manière significative à sa performance opérationnelle et à ses indicateurs de dette.

## Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

Une loi de finances pour 2025 qui s'avérerait défavorable au secteur des collectivités locales, conjuguée à des difficultés d'adaptation aux pressions négatives en découlant dans le cadre du budget pour 2025, serait susceptible de peser négativement sur la notation. Des difficultés à s'adapter au contexte actuel incertain conduisant à un affaiblissement durable de la situation financière, notamment à travers une dégradation de la performance opérationnelle doublée d'un endettement qui s'accroîtrait au-delà de nos attentes actuelles, seraient sources de pressions à la baisse sur la notation.

## Indicateurs-clés

Encadré 2

### Tisseo Collectivités

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Épargne de gestion / recettes de fonctionnement (%)	44.7%	40.7%	43.4%	44.6%	39.9%	35.6%	42.5%	44.9%
Dépenses d'investissement / dépenses totales (%)	22.1%	27.1%	37.9%	41.1%	61.5%	62.7%	66.0%	62.9%
Ratio d'autofinancement	1.65	0.93	0.73	0.81	0.33	0.31	0.32	0.35
Dette directe et indirecte nette / recettes de fonctionnement (%)	246.9%	279.7%	272.1%	262.4%	308.9%	376.8%	461.7%	505.8%
Charges d'intérêts / recettes de fonctionnement (%)	14.4%	17.5%	14.4%	12.0%	8.8%	12.3%	15.2%	16.7%
Remboursement de la dette / recettes de fonctionnement (%)	21.1%	21.0%	20.2%	28.3%	18.1%	18.4%	18.9%	18.4%

P : prévision

Source: Tisseo Collectivités, Moody's Ratings

## Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le 18 décembre 2024, nous avons affirmé les notations de Tisseo Collectivites à A2/Prime-1, et maintenu la perspective négative. Cette affirmation de notation fait suite à l'abaissement de la notation du gouvernement français à Aa3 le 14 décembre 2024, tandis que la perspective a été révisée à stable.

Le profil de crédit de Tisseo Collectivités, tel qu'exprimé dans sa notation A2, reflète une évaluation de crédit intrinsèque (ou BCA, Baseline Credit Assessment) de a3 et une forte probabilité d'un soutien exceptionnel de la part de Toulouse Métropole, dans le cas où l'émetteur serait confronté à une crise de liquidité extrême.

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 très solide

Nous nous attendons à ce que le ratio d'épargne de gestion de Tisséo Collectivités reste très solide, restant stable autour de 41% des recettes de fonctionnement en 2024-26 (contre une moyenne annuelle de 42.6% entre 2019 et 2023). Les recettes de fonctionnement de Tisséo Collectivités bénéficieront ainsi de taux de croissance constants de leurs trois principales sources. Les recettes du versement mobilité – une taxe payée sur les salaires par les entreprises privées ainsi que les entités publiques et qui représente plus de la moitié des recettes de fonctionnement – évolueront parallèlement à la croissance nominale du PIB positive attendue pour la France dans notre scénario principal. Les recettes de versement mobilité atteindront 372 millions d'euros en 2026, soit 54% des recettes de fonctionnement. Les recettes tarifaires se sont élevées à 111 millions d'euros à fin 2023, en hausse de 9 % par rapport à leur niveau pré-pandémie en 2019, et devraient selon nous progresser de 6% par an en moyenne en 2024-26 sous l'effet des plans d'augmentation de l'offre de transport ainsi que de la hausse des tarifs déjà effective. Les contributions des membres de l'intermunicipalité dont Toulouse Métropole (Aa3, perspective négative), le membre principal de Tisséo Collectivités, s'accroîtront à 185 millions d'euros en 2026 (ou 26% des recettes de fonctionnement) contre 114 millions d'euros fin 2023.

Les dépenses de fonctionnement (hors charges d'intérêt) augmenteront de 17 % en 2024 - du fait de l'entrée en vigueur en 2024 du nouveau contrat avec son opérateur, qui fait suite à deux années d'inflation - avant de se stabiliser à une moyenne de 480 millions d'euros par an sur la période 2024-2026, comme convenu contractuellement. Les charges d'exploitation du réseau de transport public représentent environ 80% des dépenses de fonctionnement de Tisséo Collectivités.

### Un territoire attractif ayant un fort potentiel de croissance économique

En qualité de collectivité locale organisant, gérant et finançant les mobilités (principalement les transports publics) dans l'agglomération toulousaine, Tisséo Collectivités bénéficie de l'attractivité du territoire au sein duquel elle opère ainsi que de son fort potentiel de croissance économique. Ces deux éléments soutiennent l'importante base fiscale de l'intercommunalité (la base fiscale du versement mobilité est la plus importante de France, à l'exception de la [Région Ile-de-France](#) [Aa3, perspective négative]), la demande en transports publics et la solidité financière de ses quatre membres.

À la fin de l'année 2021, le produit intérieur brut (PIB) local par habitant représentait 107 % du PIB national par habitant. Le territoire est également le seul en France à atteindre l'objectif européen 2020 en matière d'intensité en recherche et développement (R&D) de 3 % du PIB, un facteur de croissance économique à long terme. Bien que l'économie du territoire, en tant que capitale historique de l'aéronautique en France et aujourd'hui capitale de l'industrie aérospatiale en Europe (environ un quart de tous les emplois européens dans l'aérospatiale), ait été pénalisée par le choc économique provoqué par la pandémie de coronavirus, elle a rebondi plus rapidement que prévu car bien diversifiée et bénéficiant de l'implantation de sièges d'entreprises mais aussi des équipes et activités de R&D, y compris ceux de leaders du marché tels qu'[Airbus SE](#) (A2, perspective positive), [Thales](#) (A2, perspective stable), Rockwell Collins et Safran, établis dans la région depuis longtemps. À cela s'ajoute aussi, la part importante de la commande publique aux les secteurs de la défense et de l'aérospatiale.

L'attractivité du territoire se reflète dans sa démographie. Avec une population en forte croissance (en hausse de 8,3 % entre 2015 et 2021, contre 1,8 % pour la France sur la même période) et 818 491 habitants à la fin de l'année 2021, Toulouse Métropole est la sixième plus grande zone métropolitaine parmi les 22 que compte l'hexagone. Le territoire se caractérise également par une très importante population d'étudiants (un habitant sur quatre dans la ville de Toulouse) et de chercheurs.

### Une gouvernance et une position de liquidité robustes

Tisséo Collectivités démontre de bonnes pratiques de gouvernance, qui se reflètent dans sa stratégie financière transparente, bien définie - mettant clairement l'accent sur la capacité de l'entité à disposer d'une marge de fonctionnement élevée pour financer les dépenses d'investissement - et partagée par les élus, ses membres et l'administration. La bonne gouvernance de Tisséo Collectivités se reflète également dans ses pratiques budgétaires prudentes et sa planification financière pluriannuelle élaborée. Cela permet à Tisséo Collectivités de disposer d'un plan de remédiation crédible et de mobiliser ses sources de flexibilité budgétaire en cas de dépassement des coûts ou de choc sur les recettes. Ces dernières années, Tisséo Collectivités a utilisé sa flexibilité budgétaire afin d'amortir l'impact des pressions inflationnistes sur les dépenses de fonctionnement et d'investissement et ainsi respecter les contraintes que l'exécutif s'est donné, incluant une capacité de désendettement (ratio dette/ épargne brute) inférieure à 18 années. En 2022, Tisséo Collectivités

a ainsi décidé de reporter des projets d'investissement, et les transferts de Toulouse Métropole devraient augmenter de concert avec les dépenses d'investissement.

Tisséo Collectivités bénéficie d'une trésorerie saine et solide, soutenue par des flux de trésorerie prévisibles et réguliers, en ligne avec les autres collectivités locales françaises. Tisséo Collectivités bénéficie également d'un très bon accès au financement externe, y compris les financements sécurisés des banques publiques de développement, au rang desquelles la [Banque européenne d'investissement](#) (AAA, perspective stable), la [Caisse des dépôts et consignations](#) (Aa3, perspective stable) et la [SFIL](#) (Aa3, perspective stable). À fin 2023, les prêteurs publics représentaient 68 % de l'encours de dette de Tisséo Collectivités, le reste de l'encours se divisant entre banques commerciales françaises et étrangères à la qualité de crédit très solide (30 % et 2 % respectivement). Pour répondre à ses besoins futurs croissants et diversifier davantage ses sources de financement, l'intercommunalité a lancé en 2023 un programme d'émission de titres négociables à court terme (NEU CP, Negotiable European Commercial Paper) de 200 millions d'euros et un programme EMTN (European Medium Term Notes) de 3 milliards d'euros que Tisséo Collectivités peut également utiliser afin d'émettre des obligations vertes. Son émission inaugurale (sous format vert), d'un montant de 300 millions d'euros, a été réalisée avec succès au premier semestre 2024, suivie d'émissions supplémentaires à hauteur de 158 millions d'euros en août. À mesure que les besoins d'investissement augmentent, nous nous attendons à ce que Tisséo Collectivités devienne un émetteur régulier sur les marchés financiers.

#### **La dette augmentera davantage en raison d'un plan pluriannuel d'investissement important**

D'ici 2026, nous nous attendons à ce que l'endettement de Tisséo Collectivités augmente davantage pour atteindre 506% des recettes de fonctionnement (3,5 milliards d'euros) afin de financer les dépenses d'investissement. Entre 2023 et 2030, Tisséo Collectivités s'est engagé à dépenser 3.7 milliards d'euros pour développer son réseau, y compris la construction d'une nouvelle ligne de métro (la troisième), afin de soutenir les objectifs de croissance, de densification et de durabilité du territoire (y compris la création d'une zone à faibles émissions et la réduction des émissions de carbone). Par conséquent, nous prévoyons que les dépenses d'investissement continueront d'augmenter, passant de 629 millions d'euros en 2023 à 802 millions d'euros en 2024, atteignant son pic à 905 millions d'euros en 2025, contre une moyenne de 127 millions d'euros sur la période 2016-2021.

Le programme d'investissement de Tisséo Collectivités bénéficie de contributions importantes du gouvernement français et de l'[Union européenne](#) (Aaa, perspective stable) dans le cadre du Mécanisme pour l'interconnexion en Europe (MIE) et nous nous attendons à ce que les subventions représentent 470 millions d'euros entre 2022 et 2030 ou 13 % des dépenses d'investissement. Bien que ce vaste plan d'investissement devrait également générer des avantages économiques et sociaux (y compris la création de 3 000 nouveaux emplois permanents) sur la période 2023-2030, il sera largement financé par la dette. L'encours de dette de Tisséo Collectivités atteindrait ainsi son plus haut niveau autour de 2027, à environ 4 milliards d'euros, soit 2,8 fois la dette en circulation en 2022.

#### **Un coût élevé de la dette**

À la fin de l'exercice 2023, la dette directe et indirecte nette de Tisséo Collectivités a atteint 1,76 milliard d'euros (soit 309 % des recettes de fonctionnement) avec des charges d'intérêt représentant en moyenne 12% des recettes de fonctionnement (swaps de taux d'intérêt compris) entre 2021 et 2023, pour un niveau bien plus élevé que les pairs notés. Ce ratio devrait atteindre 17% d'ici 2026, ce qui continuera de peser sur la notation. Sur la période de taux d'intérêt négatifs, la structure de la dette quelque peu complexe de Tisséo Collectivités - en raison de transactions héritées - a également contribué à ses charges d'intérêt élevées.

#### **Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel**

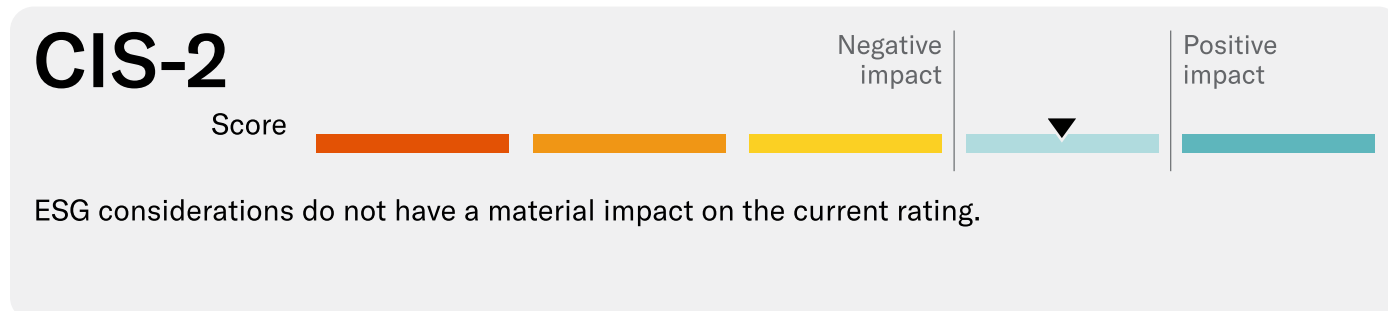
Le soutien exceptionnel que Toulouse Métropole pourrait apporter est fort. Notre évaluation porte principalement sur le rôle stratégique de Tisséo Collectivités pour l'agglomération toulousaine en tant que structure de coopération organisant, gérant et finançant les transports publics.

## Intégration de la dimension ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance)

Le score d'impact de crédit ESG de Tisséo Collectivités est CIS-2

Exhibit 3

ESG credit impact score



Source: Moody's Ratings

Le score d'impact de crédit de Tisséo Collectivités (**CIS-2**) reflète sa faible exposition aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance, ainsi que sa forte résilience aux chocs grâce à sa solidité budgétaire intrinsèque et au support externe (notamment de la part du gouvernement central en cas de catastrophe naturelle).

Exhibit 4

ESG issuer profile scores



Source: Moody's Ratings

### Environnemental

L'exposition de Tisséo Collectivités aux risques environnementaux est faible pour la plupart des catégories. L'exception que nous considérons modérément négative est liée à l'exposition du territoire à la sécheresse. Son score de profil d'émetteur est **E-2**.

### Social

L'exposition de Tisséo Collectivités aux risques sociaux est faible pour la plupart des catégories. L'exception que nous considérons modérément négative est liée à l'exposition aux risques de santé et de sécurité au travail du fait de la variété, de la complexité et de l'intensité en main d'oeuvre des activités de transport public et qui peuvent peser sur les coûts d'investissement. Son score de profil d'émetteur social est **S-2**.

### Gouvernance

Le score de gouvernance de Tisséo Collectivités (**G-2**) reflète une structure institutionnelle et des pratiques de gouvernance qui soutiennent son profil de crédit, incluant des pratiques budgétaires prudentes et une prospective élaborée. La gouvernance financière est cependant caractérisée par une structure de la dette complexe et un coût élevé de la dette, reflétant l'héritage du passé.

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.

## Méthodologie de notation et facteurs retenus dans la grille d'analyse

Le BCA de a3 assigné à Tisséo Collectivités est proche du BCA indiqué par la grille d'évaluation de a2.

La méthodologie principale utilisée pour noter Tisséo Collectivités est la [Méthodologie de notation Gouvernements locaux et régionaux](#), publiée en mai 2024.

Encadré 5

### Tisséo Collectivités Gouvernements locaux et régionaux

Évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA - Baseline Credit Assessment) – Scorecard	Score	Valeur	Pondération du sous-facteur	Total du sous-facteur	Pondération du facteur	Total
Facteur 1: Economie					25%	0.64
Revenu régional [1]	1.27	70843.38	15%	0.19		
Croissance économique	6.00	a	5%	0.30		
Diversification économique	3.00	aa	5%	0.15		
Facteur 2: Cadre institutionnel et gouvernance					30%	1.35
Cadre institutionnel	3.00	aa	15%	0.45		
Gouvernance	6.00	a	15%	0.90		
Facteur 3: Performance financière					20%	0.23
Marge de fonctionnement [2]	0.50	39.86%	10%	0.05		
Ratio de liquidité [3]	0.50	33.85%	5%	0.03		
Facilité d'accès au financement	3.00	aa	5%	0.15		
Facteur 4: Levier financier					25%	3.88
Poids de la dette [4]	16.45	308.94%	15%	2.47		
Charges d'intérêt [5]	14.09	8.79%	10%	1.41		
Résultat préliminaire indiqué par la grille de notation BCA						(6.09) a2
Ajustement idiosyncratique						-1.0
Résultat préliminaire BCA après ajustement idiosyncratique						(7.09) a3
Plafond de notation souveraine						Aa3
Ajustement au titre de l'environnement opérationnel						1.0
Résultat indiqué par la grille de notation BCA						(6.09) a2
BCA attribué						a3

[1] PIB régional par habitant en parité de pouvoir d'achat [PPA], en dollars internationaux

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

[3] Disponibilités et équivalents / recettes de fonctionnement (%)

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

[5] Charges d'intérêt / recettes de fonctionnement (%)

Source: Moody's Ratings; Fiscal 2023.

## Notations

Figure 6

Catégorie	Notation Moody's
<b>TISSEO COLLECTIVITES</b>	
Perspective	Negative
Évaluation BCA du risque de crédit intrinsèque	a3
Notation d'émetteur	A2
Senior sans garantie - en monnaie locale	A2
Papier commercial - en monnaie locale	P-1

Source: Moody's Ratings

© 2024 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 CREDIT 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 OU MIS À DISPOSITION D'UNE AUTRE MANIÈRE PAR MOODY'S (ENSEMBLE « LES MATÉRIELLES ») 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 DEFAILLANCE. 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 INDIQUÉES 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 MATÉRIELLES DE MOODY'S NE SONT PAS DES DÉCLARATIONS DE FAITS ACTUELS OU HISTORIQUES. LES MATÉRIELLES 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 MATÉRIELLES 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 MATÉRIELLES 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 MATÉRIELLES DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS UNE APPRÉCIATION DE LA PERTINENCE D'UN PLACEMENT POUR UN INVESTISSEUR SPÉCIFIQUE. MOODY'S ÉMET SES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET DIFFUSE SES MATÉRIELLES EN PARTANT DU PRINCIPE QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA, AVEC DILIGENCE, POUR CHAQUE TITRE QU'IL ENVISAGE D'ACHETER, DE DÉTENIR OU DE VENDRE, À SA PROPRE ANALYSE ET ÉVALUATION.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATÉRIELLES 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 MATÉRIELLES 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, TRANSMISE, 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. PAR SOUCI DE CLARTÉ, AUCUNE INFORMATION CONTENUE DANS LE PRÉSENT DOCUMENT NE PEUT ÊTRE UTILISÉE POUR DÉVELOPPER, AMÉLIORER, FORMER OU RECYCLER UN PROGRAMME LOGICIEL OU UNE BASE DE DONNÉES, Y COMPRIS, MAIS SANS S'Y LIMITER, POUR TOUT LOGICIEL, ALGORITHME, MÉTHODOLOGIE ET/OU MODÈLE D'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE, D'APPRENTISSAGE AUTOMATIQUE OU DE TRAITEMENT DU LANGAGE NATUREL.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATÉRIELLES 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 matériaux.

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 CREDIT, EVALUATION, 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. 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.com](http://www.moody.com), dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy ».

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., et Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (collectivement, les "Agences de Notation non NRSRO de Moody's") sont toutes des agences de notation indirectement détenues à 100 % par MCO. Aucune des agences de notation Moody's Non-NRSRO n'est une Organisation de Notation Statistique reconnue au niveau national.

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 l'Inde uniquement : les notations de crédit, évaluations, autres opinions et documents de Moody's ne sont pas destinés à être utilisés par des utilisateurs situés en Inde en relation avec des titres cotés ou proposés à la cotation sur les marchés boursiers indiens, et ne doivent pas l'être.

Conditions supplémentaires relatives aux Second Party Opinions (telles que définies dans Moody's Investors Service Rating Symbols et Définitions) : Veuillez noter qu'une Second Party Opinion ("SPO") n'est pas une "notation de crédit". L'émission de SPO n'est pas une activité réglementée dans de nombreuses juridictions, y compris à Singapour. JAPON : au Japon, le développement et la fourniture de SPOs relèvent de la catégorie des "activités auxiliaires" et non de celle des "activités de notation de crédit", et ne sont pas soumises à la réglementation applicable aux "activités de notation de crédit" en vertu de la loi japonaise sur les instruments financiers et l'échange et de son règlement d'application. RPC : Toute SPO : (1) ne constitue pas une Evaluation d'Obligation Verte de la RPC telle que définie par les lois ou réglementations de la RPC ; (2) ne peut être incluse dans une déclaration d'enregistrement, une circulaire d'offre, un prospectus ou tout autre document soumis aux autorités réglementaires de la RPC ou autrement utilisé pour satisfaire à toute exigence d'information réglementaire de la RPC ; et (3) ne peut être utilisée en RPC à des fins réglementaires ou à toute autre fin qui n'est pas autorisée par les lois ou réglementations pertinentes de la RPC. Aux fins de la présente clause de non-responsabilité, le terme "RPC" désigne la partie continentale de la République Populaire de Chine, à l'exclusion de Hong Kong, Macao et Taïwan.

RÉFÉRENCE DE LA PUBLICATION

1432380



SERVICE CLIENTÈLE

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