

CREDIT OPINION

16 December 2021

Mise à jour

✓ Noter cette publication

NOTATIONS

Action Logement Services

Domicile	France
Notation à long terme	Aa2
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

Nadejda Seu, CFA +33.1.5330.3415
 Analyst
 nadejda.seu@moodys.com

Sarah Quantin +44.20.7772.8788
 Associate Analyst
 sarah.quantin@moodys.com

Sebastien Hay +34.91.768.8222
 Senior Vice President/Manager
 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

Action Logement Services (France)

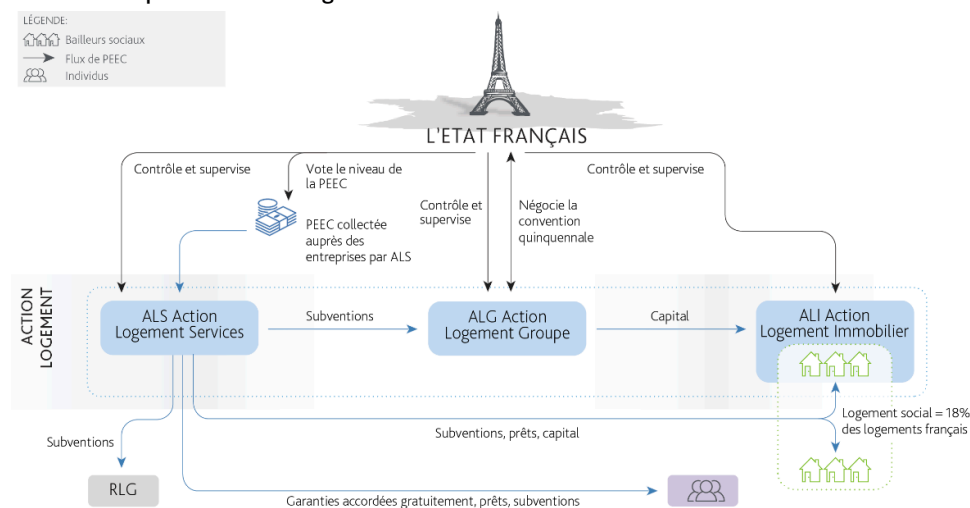
Mise à jour de l'analyse crédit

Synthèse

La notation Aa2 d'[Action Logement Services](#) (ALS) avec perspective stable prend en considération son rôle essentiel dans la mise en œuvre de la politique nationale du logement, une composante importante du système de protection sociale. ALS peut être considérée comme la branche financière de la structure Action Logement (AL) qui a vocation à financer différentes actions dans le domaine du logement à travers la collecte et la redistribution de la PEEC (Participation des Employeurs à l'Effort de Construction), une contribution obligatoire des employeurs qui pourrait s'apparenter à une taxe, et la gestion du plus grand groupe de bailleurs sociaux français. Dans la mesure où il est mandaté par l'État et qu'il a été institué par décret, ALS est soumis à un contrôle très étroit du [Gouvernement français](#). Nous estimons que l'épidémie de Covid-19 aura un impact relativement négatif sur les revenus de AL, tandis que son profil de crédit reste ancré à celui de l'État français.

Encadré 1

Structure simplifiée d'Action Logement



Le présent rapport est une traduction de [Action Logement Services \(France\):Update to credit analysis](#), document publié le 15 décembre 2021.

Forces

- » Un niveau élevé de soutien et de contrôle de l'État
- » Un acteur incontournable du secteur du logement social

Faiblesses

- » Une structure récente dans un environnement en mutation
- » Absence de garantie formelle ou de disposition juridique assurant formellement un soutien sans délai

Perspective de notation

La perspective associée à la notation est stable reflétant la prévision que les liens institutionnels, financiers et opérationnels solides avec l'Etat français resteront inchangés.

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

Un relèvement de notation de l'État français entraînerait une évolution parallèle de la notation d'ALS. Toutefois, cela est peu probable compte tenu de la note actuelle Aa2 assortie d'une perspective stable du gouvernement français.

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

Une dégradation du profil de crédit de l'État français, qui se traduirait par un abaissement de sa notation, se traduirait par un abaissement de la notation d'ALS. En outre, toute évolution majeure du cadre institutionnel et financier dont relève ALS, ou tout signe d'affaiblissement du soutien de l'État, aurait une incidence défavorable sur la notation.

Indicateurs-clés

Encadré 2

Action Logement Services (comptes consolidés, M€)

	2017	2018	2019	2020
Participation des employeurs (PEEC)	1.480	1.507	1.536	1.600
Revenu net bancaire	177	152	134	125
Excédent/déficit	253	436	399 -	1.906
Dette totale	1.423	1.296	2.373	2.314
Dette sur actifs	7%	6%	10%	11%
Dette nette	- 2.218 -	- 2.744 -	- 3.588 -	- 2.215
Ratio tiers 1	81%	83%	81%	73%

Prévisions fournies confidentielles

Source: Action Logement, Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le profil de crédit d'ALS, reflété par une notation Aa2 assortie d'une perspective stable, prend en considération la probabilité que nous estimons très élevée d'un soutien exceptionnel de l'État si l'entité devait faire face à une crise de liquidité.

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

UN NIVEAU ÉLEVÉ DE SOUTIEN ET DE CONTRÔLE DE L'ÉTAT

ALS a été créé par décret en 2016 et ne peut être dissout que par décret. Il fait partie intégrante de la structure d'Action Logement et est investi du même mandat public que les autres entités du groupe : le financement d'actions dans le domaine du logement, en particulier du logement des salariés. Action Logement finance depuis 1953, bien que sous des formes différentes, les politiques du logement et urbaines du gouvernement ainsi que les bailleurs sociaux français. La structure actuelle d'Action Logement est le fruit d'un long processus de fusion de plusieurs entités décentralisées en vue (1) d'optimiser l'utilisation de la PEEC et (2) d'accélérer la

Cette publication n'annonce pas une décision de notation. Pour les publications faisant référence aux notations de crédit, veuillez-vous rendre sur 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.

mise en œuvre de la politique nationale en matière de logement. AL finance le logement à travers la gestion exclusive de la PEEC ou Participation des Entreprises à l'Effort de Construction, une contribution obligatoire qui pourrait s'apparenter à une taxe, votée par le Parlement en 1992, collectée auprès de toutes les entreprises françaises de plus de 50 salariés et d'un montant de 0,45% de leur masse salariale. ALS est la branche financière alors qu'[Action Logement Groupe \(ALG, Aa2, perspective stable\)](#) est l'organe stratégique et de surveillance et qu'[Action Logement Immobilier \(ALI, Aa2, perspective stable\)](#) est la branche opérationnelle. Le Parlement a défini dans le cadre d'une loi d'habilitation la création et le rôle des trois entités, les modalités de transfert des actifs et passifs des précédents comités chargés de collecter la PEEC avant 2016 (comités interprofessionnels du logement ou CIL) aux actuelles entités ALS et ALI, leur gouvernance paritaire, leur statut fiscal, ainsi que les flux de trésorerie au sein d'AL. Toute modification de l'un de ces éléments serait soumise à un vote parlementaire.

Les entités d'Action Logement ont la même structure de gouvernance paritaire : elles sont gérées conjointement par des syndicats d'employeurs et de salariés, ainsi que par trois représentants de l'État, issus des ministères du Logement, de l'Économie et du Budget, et disposant d'un droit de veto. Les priorités et la stratégie de la structure sont fixées avec l'État dans le cadre d'une convention quinquennale passée avec ALG. Le gouvernement est impliqué dans la définition des objectifs stratégiques mais aussi plus opérationnels tels que la vente de logements sociaux, la rénovation énergétique, les aides aux salariés primo-accédants tout en fixant le niveau de dépense pour chaque entité d'AL (dépenses d'investissement et de fonctionnement) ainsi que la gestion de sa dette (notamment le niveau d'endettement cible et le type de dette).

Le gouvernement a joué un rôle déterminant dans la mise en œuvre de la nouvelle structure d'Action Logement et par ailleurs il est très impliqué dans les activités de l'organisme à travers les conseils d'administration de chaque entité d'AL, dans le cadre desquels ses commissaires disposent d'un droit de veto. Il a notamment contribué à l'obtention par ALS de son agrément de société de financement en participant à des réunions avec le régulateur bancaire français. Deux fois par an, ALG doit adresser au gouvernement un rapport sur (1) la mise en œuvre de la convention quinquennale avec des indicateurs-clé de performance prédéfinis et des éléments relatifs à certains objectifs tels que la répartition territoriale des aides ou la baisse des dépenses de fonctionnement, ainsi que (2) l'exécution des budgets d'ALI et ALS. Le gouvernement contrôle également étroitement la gestion d'Action Logement, en fixant notamment un objectif de réduction de ses dépenses de fonctionnement.

Les trois entités sont soumises au contrôle de la Cour des comptes ainsi qu'à la surveillance de l'Agence nationale de contrôle du logement social (ANCOLS), le régulateur du secteur du logement social en France. Leurs comptes font également l'objet d'un audit externe avant publication. Enfin, le gouvernement est habilité à placer sous administration toute entité du groupe AL en cas de difficultés financières ou de mauvaise utilisation de la PEEC, conformément au Code de la construction et de l'habitation (L.342-14). En tant qu'institution financière, ALS est également soumis au contrôle de l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'organe de surveillance bancaire français).

Aux fins de notre analyse du risque de crédit, nous n'opérons pas de distinction entre ALG et l'État compte tenu des liens étroits entre les deux. La notation d'ALS résulte de l'application de notre méthodologie aux émetteurs publics (GRI) uniquement notés sur la base du soutien, conformément à notre méthodologie de notation des émetteurs publics ("[Government-Related Issuers Methodology](#)"). ALS constituant la branche financière, sa situation financière propre n'est en substance pas pertinente : il compte un actionnaire, ALG, qui ne peut céder ses actions et n'exerce, pour l'essentiel, pas d'activités commerciales (droit de réservation, subventions, garanties accordées gratuitement). Ses autres activités (l'octroi de prêts) ne sont soumises à aucun objectif de rentabilité (les taux sont définis par l'État et ALG et non pas en fonction des taux de marché). En outre, la convention quinquennale en cours stipule qu'en cas de déficits durables et substantiels, elle serait réexaminée, ce qui rassure sur la capacité du gouvernement à apporter durablement son soutien.

UN ACTEUR INCONTOURNABLE DU SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL

Action Logement est mandaté pour financer la politique du logement, notamment pour les salariés. La structure collecte et redistribue la PEEC et elle joue un rôle essentiel dans le financement des politiques du logement, en particulier du logement social, en France. ALS collecte la PEEC qu'il réaffecte à des (1) dépenses non commerciales (subventions aux particuliers / aux collectivités locales) et dans le cadre d'injections de capitaux destinées aux bailleurs sociaux (30% des dépenses) ; (2) des prêts complémentaires non garantis à des personnes (20%) ; (3) des prêts aux bailleurs sociaux (50%). Ses activités (2) et (3) n'ont pas vocation à être rentables mais seulement à lui permettre d'atteindre l'équilibre financier. Détenteur d'un agrément de société de financement, ALS est à ce titre soumis à la

réglementation de l'ACPR mais n'est pas habilité à recevoir des dépôts. ALS a également le rôle essentiel de préserver des logements pour les salariés des employeurs cotisant à la PEEC - les bailleurs sociaux sont financés par ALS - et il est également en charge d'autres activités non commerciales de la protection sociale. ALS ne dispose, en termes de stratégie, d'aucune autonomie et ALG et l'État définissent (1) les taux applicables et le type de prêts proposés, (2) les règles en matière de souscription et (3) le plan opérationnel annuel détaillé d'ALS. L'actuelle convention quinquennale (CQ) a été révisée au 1er trimestre 2021 par voie d'amendement afin de redistribuer les dépenses conformément avec les nouveaux objectifs du gouvernement. L'implication d'AL dans le Plan de relance de la France, à travers les aides au logement spéciales Covid-19, son soutien au développement de nouveaux logements et à la rénovation urbaine démontre son importance pour les politiques de logement. La nouvelle CQ sera discutée avec le gouvernement au cours de 2022. Cependant, du fait que notre approche repose sur le lien avec le gouvernement, nous nous attendons à ce que les modifications apportées par la CQ aient un impact limité sur le profil de crédit.

Le logement social est, en France, un secteur clé puisqu'il représente, avec 5 millions de logements, 17% du parc immobilier total, avec un nombre de bénéficiaires estimé en 2019, à 10 millions (soit 15% de la population française)¹ alors qu'il représentait 23% des logements construits en 2019.² Action Logement est, de loin, le plus grand groupe français de bailleurs sociaux avec 1 million de logements, soit un parc immobilier 2,5 fois supérieur à celui du deuxième acteur du secteur, CDC Habitat (non noté). Il est aussi, de loin, le plus grand constructeur français de logements sociaux avec 20 milliers de logements construits en 2020. Action Logement constitue également la deuxième source de financement des bailleurs sociaux après la [Caisse des dépôts et consignation \(CDC, notée Aa2, perspective stable\)](#) et finance plusieurs politiques publiques, telles que le programme national de rénovation urbaine. Action Logement constitue un acteur essentiel de la politique du gouvernement en matière de logement dans la mesure où il finance les politiques publiques, qu'il est la seule institution qui recouvre et redistribue la PEEC et qu'il est le plus important groupe de bailleurs sociaux.

UNE STRUCTURE RÉCENTE DANS UN ENVIRONNEMENT EN MUTATION

Ces dernières années, le secteur du logement social en France a fait l'objet de réformes importantes qui n'ont toutefois globalement pas remis en cause sa solidité. La loi ELAN, votée en 2018, qui comporte un important volet concernant le logement social, va dans le sens d'une restructuration du secteur avec deux principaux objectifs. Tout d'abord, elle vise à promouvoir la construction de logements sociaux en encourageant les ventes avec la création d'une entité dédiée à la cession d'actifs, l'opérateur national de vente (ONV), détenue par ALS. Les prévisions financières de l'ONV ont été revues à la baisse, projetant désormais des recettes annuelles à hauteur de 143 millions d'euros d'ici 2022 contre 300 millions d'euros prévus initialement (soit 40 000 logements à horizon 2030). Toutefois, l'ambition de renforcer la construction de nouveaux logements reste réalisable. Deuxièmement, elle vise à promouvoir la mutualisation et la péréquation, notamment par le biais de fusions (désormais obligatoires pour les bailleurs sociaux gérant un parc immobilier de moins de 12 000 logements). Le gouvernement a également décidé d'opérer à compter de 2018 une réduction de loyer de solidarité correspondant à 6,5% du chiffre d'affaires 2016 des bailleurs sociaux français. Si le niveau de cette baisse de loyer a été légèrement revu à la baisse en juin 2019, les marges vont néanmoins diminuer et conduire à des mesures d'économie ainsi qu'à des rapprochements de bailleurs.

La structure actuelle d'Action Logement et sa présence renforcée dans le secteur du logement social sont récentes. Le niveau de coordination et le degré d'interaction entre les trois entités ALG, ALI et ALS restent encore à démontrer, et sont sources d'une relative incertitude. Conformément à ce qui a été convenu avec l'État, Action Logement aura recours au marché des capitaux pour financer 70% des 9 milliards d'euros supplémentaires du plan d'investissement volontaire, ce qui facilitera la diversification du modèle de financement des bailleurs sociaux. 3 milliards d'euros d'obligations durables ont déjà été émis en 2019 et 2021 par ALS.

La contribution d'Action Logement à la politique de logement nationale pourrait changer comme résultat indirect de la crise de la Covid-19. En effet, l'examen des utilisations de la PEEC et de l'efficacité du modèle se poursuit. Le gouvernement a réduit de 0,5 milliard d'euros le budget d'AL en 2020 et de 1 milliard d'euros supplémentaire en 2021 afin d'utiliser les liquidités confortables et les réserves de l'entité pour le plan de relance national. Aucune réduction pour 2022 n'a été annoncée. Cependant, l'historique des changements apportés à la structure jusqu'à présent indique un renforcement de la surveillance du gouvernement central sur AL, ce qui est positif pour le crédit.

ABSENCE DE GARANTIE FORMELLE OU DE DISPOSITION JURIDIQUE ASSURANT FORMELLEMENT UN SOUTIEN SANS DELAI

Contrairement à d'autres entités comparables notées, Action Logement ne bénéficie pas d'une garantie formelle ni d'une disposition juridique lui garantissant un soutien sans délai³. Nous observons que la plupart de ces autres organismes français notés sur la base de la même méthodologie, bénéficient de leur statut d'établissement public (EPA ou EPIC) en vertu duquel ils ne peuvent pas faire faillite ni faire l'objet d'une saisie sur leurs actifs en cas d'incapacité à honorer leurs obligations financières. Si Action Logement repose sur un cadre institutionnel robuste, avec son revenu principal voté par le Parlement et une surveillance étroite de la part de l'État, celui-ci ne constitue pas le prêteur de dernier recours pour les créanciers de l'organisme.

La forte implication du gouvernement et sa volonté d'assurer le bon fonctionnement du dispositif permet toutefois de nuancer ce constat. En 2006, lorsque la loi a relevé de 10 à 20 salariés le seuil à partir duquel les entreprises sont assujetties à la PEEC, avec des conséquences potentiellement négatives sur le dispositif, le gouvernement a accordé une compensation financière au groupe. La structure a ainsi perçu 80,25% d'une taxe locale sur les bureaux pendant 10 ans. La durée d'application de cette indemnisation n'étant pas fixée, elle a été reconduite par le gouvernement jusqu'à ce qu'Action Logement soit en mesure de faire face à ce changement. De même, en 2019, lorsque la loi PACTE a modifié le seuil de 50 salariés au lieu de 20, AL a négocié avec le gouvernement une compensation pour 2019 via le versement d'une taxe spéciale sur les contrats d'assurance (TSCA). Cette compensation, qui a été reconduite en 2020 à hauteur de 238 millions d'euros a été supprimée en 2021. Nous estimons que la suppression de cette compensation n'a pas d'impact sur le crédit, car la trésorerie d'AL est saine et le gouvernement reste engagé à maintenir la durabilité financière d'AL. Nous nous attendons à ce que la pression budgétaire induite par la Covid-19 soit limitée à 2021, puisque l'évolution de la PEEC évolue en fonction de la croissance du PIB de l'année précédente. Ainsi, la collecte de la PEEC devrait atteindre des niveaux pré-pandémiques en 2022.

Nous relevons par ailleurs que le transfert des activités d'AL à d'autres entités serait soumis au vote parlementaire, ce qui rendrait difficile la substitution d'ALS ou ALI et ce qui conforte la probabilité, que nous estimons très forte, de soutien de l'État.

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

En évaluant la solidité économique et financière des émetteurs publics, Moody's prend en considération l'impact des facteurs environnementaux (E), sociaux (S) et de gouvernance (G). S'agissant des entités d'Action Logement, la dimension ESG est intégrée dans leur profils de crédit de la manière suivante :

Les aspects environnementaux n'ont pas d'incidence significative sur le profil de crédit d'AL. Comme pour beaucoup d'acteurs du secteur du logement social en France, les principaux facteurs de risque auxquels l'entité est exposée sur le plan environnemental sont les risques d'inondation. La gestion de ce risque d'inondation incombe largement aux autorités nationales, la charge financière liée à l'adaptation à ce risque n'est que peu supportée par l'émetteur.

AL est exposé à des risques sociaux découlant des programmes politiques à caractère social, des tendances démographiques et de la demande de logements sociaux. Néanmoins, ces risques ont un impact limité sur le profil de crédit d'AL, étant donné son rôle stratégique pour le pays et le soutien très élevé que lui apporte l'Etat français. Nous considérons l'épidémie de Covid-19 comme un risque social dans notre cadre ESG : les mesures d'aide prises par le gouvernement avec la participation d'AL pour soutenir l'économie, ainsi que la détérioration de l'économie auront un impact sur les dépenses et les revenus d'AL.

Les critères de gouvernance ont une incidence significative sur le profil de crédit d'AL. Le cadre de gouvernance est intrinsèquement lié à l'État qui apporte son soutien aux trois entités et les contrôle très étroitement et influence substantiellement la définition de leurs stratégies.

Nous revenons plus en détail sur l'ensemble de ces aspects dans la section "Détail des critères de notation considérés" ci-dessus. Notre méthodologie multisectorielle "[General Principles for Assessing ESG Risks](#)" précise la démarche retenue par Moody's vis-à-vis des critères ESG.

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

Pour évaluer le profil de crédit d'ALI, nous appliquons notre méthodologie de notation des émetteurs publics ("[Government-Related Issuers Methodology](#)") de février 2020.

Pour accéder à cette méthodologie, veuillez vous rendre dans la rubrique "Ratings Methodologies" de notre site www.moodys.com.

Notations

Figure 3

Catégorie	Notation Moody's
ACTION LOGEMENT SERVICES	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	Aa2
Senior sans garantie - en monnaie locale	Aa2
PARENT: ACTION LOGEMENT GROUPE	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	Aa2

Source: Moody's Investors Service

Endnotes

1 https://www.union-habitat.org/sites/default/files/articles/pdf/2018-10/les_hlm_en_chiffres_2018.pdf

2 <https://www.union-habitat.org/actualites/cahiers-de-l-union-les-hlm-en-chiffres-edition-2020>

3 La dette actuelle d'ALS est dotée d'une garantie d'Etat, mais sa dette à venir n'en bénéficiera pas

© 2021 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 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 INDIQUÉES DANS LES NOTATIONS DE CREDIT 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 CREDIT (« 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 AFFÉRÉS 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 CREDIT, 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 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 PUBLICATIONS 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 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 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 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, 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 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.moodys.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.

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 ».

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 de crédit, accepté de verser à MJKK ou MSFJ (le cas échéant) pour les avis et les services de notation de crédit fournis, des honoraires allant de 125.000 JPY à environ 550.000.000 JPY.

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

RÉFÉRENCE DE LA PUBLICATION

1313861

SERVICE CLIENTÈLE

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