

# Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES)

## Rapport de notation

Les notes et perspectives AA/Négative de la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (« CADES » ou « l'agence ») sont alignées sur les notes et perspectives à long terme de son souverain, la République française (ou « l'Etat français », AA/Négative).

La note reflète :

- i) La forte intégration de la CADES avec son souverain, issue d'un statut juridique très protecteur et d'une structure de gouvernance intégrée ;
- ii) Le rôle crucial de la CADES, en tant qu'établissement public administratif lié au gouvernement (« Entité Liée au Gouvernement », ELG), qui refinance et rembourse les déficits cumulés du système de sécurité sociale français ;
- iii) Les interdépendances financières entre l'agence et son souverain, qui tiennent au cantonnement de la dette sociale transférée à la CADES, ainsi qu'à l'importance et à la stabilité des sources de financement, dont le régime est protégé par la loi.

La note reflète également les solides fondamentaux de crédit intrinsèques de la CADES, c'est-à-dire des profils de risques opérationnel et financier favorables, soutenus par un modèle de financement robuste, avec des flux de revenus dédiés et prévisibles, des pratiques prudentes de gestion de la dette, des coûts de financement faibles et des mécanismes robustes de soutien à la liquidité en cas de besoin.

Nous tenons également compte des pressions liées à l'endettement important de la CADES à la suite de la pandémie de Covid-19. De nouveaux transferts de dette sociale résultant des déficits prévus du système de sécurité sociale entraineraient une augmentation de la charge de la dette et des ressources allouées à la CADES.

### Graphique 1 : Approche de Scope pour l'attribution de la note de la CADES

Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale		
Secteur public	République française (AA/Négative)	
Étape 1 : Degré d'intégration avec le souverain (QS1)	Approche de notation	Descendante
Étape 2 : Approche descendante (QS2)	Ajustement indicatif vis-à-vis de la République française	+/- 0 (AA)
Étape 3 : Analyse supplémentaire	Profil de risques opérationnel et financier	-
<b>Note finale</b>	<b>AA/Négative</b>	

Pour plus de détails, voir la [méthodologie relative à l'attribution de notations de crédit à des entités liées au gouvernement](#) (disponible en anglais uniquement). Source : Scope Ratings

#### Devises

Note à long terme/Perspective

**AA/Négative**

Dettes de premier rang non-garanties

**AA/Négative**

Note à court terme/Perspective

**S-1+/Stable**

#### Monnaie locale

Note à long terme/Perspective

**AA/Négative**

Dettes de premier rang non-garanties

**AA/Négative**

Note à court terme/Perspective

**S-1+/Stable**

#### Analyste principal

Thomas Gillet

+33 186 261 874

[t.gillet@scoperatings.com](mailto:t.gillet@scoperatings.com)

#### Responsable d'équipe

Alvise Lennkh-Yunus

+49 69 6677389-85

[a.lennkh@scoperatings.com](mailto:a.lennkh@scoperatings.com)

**Ce rapport de notation est une version traduite pour le lectorat français, à des fins de convenance. Celui-ci n'a pas vocation à se substituer à la version anglaise.**

## Qualité de crédit de l'émetteur - Forces et faiblesses

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importance stratégique pour la France</li> <li>• Statut juridique très protecteur</li> <li>• Base de financement importante, résiliente et prévisible</li> <li>• Excellent accès au marché de capitaux</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transferts de dette à la suite de la pandémie de Covid-19</li> <li>• Probabilité de nouveaux transferts de dette sociale</li> <li>• Augmentation de la charge de la dette en cas de nouveaux transferts</li> </ul>

## Perspective et facteurs de changement de notation

La perspective négative sur la note émetteur à long terme de la CADES reflète les risques d'abaissement de la note liés à l'évolution possible de la qualité de crédit de la République française, reflétés par la perspective négative attribuée à la notation AA de l'État français.

Facteurs pouvant conduire à un relèvement de la note	Facteurs pouvant conduire à un abaissement de la note
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Révision de la perspective de la note de la République française à Stable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dégradation de la note de la République française</li> <li>• Modification du cadre juridique, entraînant un affaiblissement notable du soutien de l'État</li> </ul>

## Table des matières

[Qualité de crédit de l'émetteur - Forces et faiblesses](#)

[Perspective et facteurs de changement de notation](#)

[Intégration au sein de l'Etat français et approche de notation](#)

[Approche descendante](#)

[Contrôle et soutien régulier](#)

[Probabilité d'un soutien exceptionnel](#)

[Evaluation des fondamentaux intrinsèques, analyse complémentaire](#)

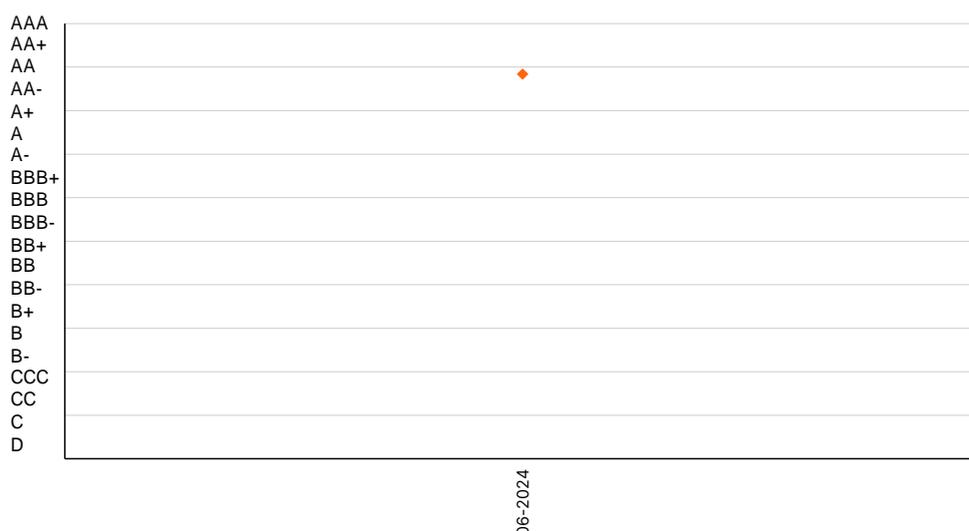
[Evaluation des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance \(ESG\)](#)

[Annexe I. Approche de notation et intégration avec l'Etat français](#)

[Annexe II. Ajustement indicatif vis-à-vis de l'Etat français](#)

[Annexe III. Tableau statistique](#)

## Graphique 2 : Historique de notation



Note émetteur à long terme en devises étrangères. Les perspectives positives/négatives sont traitées avec un ajustement de +/- 0,33 point. Les « Credit Watch » positives/négatives avec un ajustement de +/- 0,67 point. Source : Scope Ratings

## Intégration au sein de l'Etat français et approche de notation

La Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale est un établissement public national à caractère administratif (EPA) créé en 1996 par l'État français (« l'État ») ayant pour mission de financer et de rembourser la dette accumulée par les administrations de sécurité sociale. L'agence joue un rôle essentiel dans le système de protection sociale français et est placée sous la tutelle conjointe du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique, et du ministère des Solidarités et de la Santé. La CADES est une entité liée au gouvernement contrôlée par l'Etat français ([AA/Négative](#)). À ce titre, nous évaluons sa qualité de crédit à travers [notre méthodologie de notation des « Entités Liées au Gouvernement »](#) (uniquement disponible dans sa version anglaise).

EPA chargé de refinancer et d'amortir la dette du système de sécurité sociale

## Approche descendante

Pour évaluer la qualité de crédit de la CADES, nous utilisons une approche descendante, dite « *top-down* », utilisant pour point de départ la note de la République française. La prise en compte des liens significatifs entre la CADES et son souverain sont étayés par le biais des critères clés suivants (cf. [Annexe I, Scorecard 1](#)) :

Forte intégration avec le souverain, haute importance stratégique

- **Forme juridique** : En qualité d'EPA, la CADES bénéficie d'un statut juridique très protecteur. Les procédures de restructuration et de liquidation ne s'appliquent pas à la CADES. En cas de dissolution de celle-ci, ses actifs et passifs seraient transférés à l'État. La loi n°80-539 du 16 juillet 1980 relative aux astreintes prononcées en matière administrative et à l'exécution des jugements par les personnes morales de droit public<sup>1</sup> requiert que l'autorité publique de tutelle d'un EPA mette à disposition les sommes dont il serait tenu responsable en cas d'insolvabilité. Le rôle de l'État dans la garantie de la solvabilité et de la liquidité de la CADES est réaffirmé dans l'ordonnance constitutive de l'agence (ordonnance n°96-50 du 24 janvier 1996<sup>2</sup>, ou « loi CADES »), qui prévoit que le gouvernement soumette au Parlement français les mesures nécessaires pour assurer le paiement du capital et des intérêts aux dates de paiement prévues, dans le scénario hypothétique où la CADES serait dans l'incapacité de faire face à ses engagements. Enfin, la CADES appartient aux administrations de sécurité sociale (ASSO), ce qui renforce notre appréciation des liens très étroits avec l'État.
- **Destination et activités** : La CADES remplit une mission hautement stratégique pour le compte de l'État, en refinançant et en amortissant la dette issue des déficits cumulés des administrations de sécurité sociale. A ce titre, elle joue un rôle clé pour assurer la pérennité financière du système de sécurité sociale, ce dernier relevant d'une responsabilité constitutionnelle de l'État. À la fin de l'année 2023, la CADES avait remboursé environ les deux tiers de la dette sociale qui lui a été transférée depuis sa création, pour un montant total de 242,6 Md€. L'importance du rôle de la CADES a été confirmée dans le contexte de la pandémie de Covid-19, avec l'approbation en 2020 par le Parlement français du transfert de 136 Md€ de dettes supplémentaires, liés aux déficits cumulés et prévisionnels de la sécurité sociale (123 Md€) et à la dette des hôpitaux publics (13 Md€).
- **Interdépendances financières** : Les programmes annuels d'amortissement et d'emprunt de la CADES sont approuvés par le Conseil d'administration de la CADES composé d'administrateurs des caisses nationales de sécurité sociale et de représentants de l'État. L'agence bénéficie d'une base de financement large et solide grâce à des prélèvements sociaux affectés et à des recettes dédiées. Ce régime est protégé par la loi. Les relations

<sup>1</sup> [Loi n° 80-539 du 16 juillet 1980 relative aux astreintes prononcées en matière administrative et à l'exécution des jugements par les personnes morales de droit public](#)

<sup>2</sup> [Ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale](#)

entre la CADES et son souverain sont régies par une loi organique qui prévoit que l'agence reste en exercice pour permettre le remboursement intégral de la dette sociale ainsi cantonnée<sup>3</sup>. La loi organique du 2 août 2005<sup>4</sup> (la « loi organique de 2005 ») dispose que tout transfert de dette à la CADES doit être accompagné de nouvelles recettes.

En appliquant une approche descendante, nous évaluons deux piliers analytiques : i) le 'contrôle et soutien régulier du sponsor', évalué comme « fort » ; et ii) la 'probabilité d'un soutien exceptionnel apporté à l'entité notée', évaluée comme « forte ». Notre évaluation aboutit à un alignement de la note de la CADES avec celle de l'Etat français (AA, cf. [Annexe I](#), Scorecard 2).

La note de la CADES est alignée sur celle de la République française

## Contrôle et soutien régulier

Nous évaluons le niveau de contrôle du gouvernement dans le processus de prise de décisions stratégiques et opérationnelles de la CADES comme étant « fort ». Les règles d'organisation et de fonctionnement de l'agence sont définies par la loi. En tant qu'EPA, la CADES est placée sous le contrôle et l'autorité de l'État. Les ministères de tutelle (i.e., ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique, et ministère des Solidarités et de la Santé) exercent un contrôle et une surveillance étroites sur les activités opérationnelles et financières de l'agence. Les comptes et les opérations de la CADES sont audités par la Cour des comptes. L'agence fonctionne par ailleurs sous le contrôle du Parlement et du Conseil constitutionnel. Le comité de surveillance est composé de parlementaires, de représentants du gouvernement ainsi que de représentants des caisses de sécurité sociale et des corps de contrôle.

Le gouvernement exerce un contrôle stratégique et direct sur la CADES

Nous évaluons le niveau de contrôle du gouvernement sur le personnel clé et les organes de direction et de surveillance de la CADES comme étant « fort ». Le conseil d'administration de la CADES, responsable de la gestion de l'agence et du contrôle de ses finances, est nommé par les ministères de tutelle, tandis que son président exécutif est nommé par décret présidentiel. L'implication de l'État dans les activités opérationnelles de la CADES s'est renforcée en 2017 à la suite de la mutualisation de ses fonctions opérationnelles avec celles de l'Agence France Trésor (AFT), au sein de la direction générale du Trésor.

L'État contrôle entièrement la composition des organes de direction de la CADES

Nous évaluons le soutien financier ordinaire du souverain pour les activités de la CADES comme étant « fort ». La CADES bénéficie d'un statut juridique très protecteur et ses relations avec l'État sont encadrées par la loi, en particulier les modalités éventuelles de transfert d'une nouvelle dette sociale et l'affectation de ressources. La CADES bénéficie de recettes régulières et prévisibles, protégées par la loi et transférées par les organismes publics chargés de la collecte des prélèvements sociaux et des impôts. Les transferts de dette sociale additionnels sont approuvés par le Parlement et sont conditionnés à l'allocation de ressources supplémentaires, conformément à la loi organique de 2005.

Les prélèvements sociaux assurent la stabilité financière de la CADES

## Probabilité d'un soutien exceptionnel

Nous évaluons l'importance stratégique de la CADES pour l'État comme étant « forte ». En tant qu'acteur central permettant d'assurer la stabilité financière du système de sécurité sociale, l'agence joue un rôle essentiel pour permettre aux autres administrations de sécurité sociale, dont les dépenses représentent environ un tiers du PIB français, de remplir leurs missions. Depuis 1996, plus de 380 Md€ (environ 14 % du PIB en 2023 et 12 % de la dette publique en 2023) ont été transférés à la CADES à fin 2023, ce qui témoigne de son importance stratégique pour le modèle social français. Cette importance stratégique se reflète également dans l'importance des

Un rôle central pour le modèle social français

<sup>3</sup> La dette sociale est indépendante du budget de l'État et de la dette négociable. La dette sociale ainsi cantonnée est entièrement consolidée dans la dette des administrations publiques.

<sup>4</sup> [Loi organique n° 2005-881 du 2 août 2005 relative aux lois de financement de la sécurité sociale](#)

ressources allouées à la CADES (21,1 Md€ en 2023), ce qui équivaut à environ 2 % des recettes des administrations publiques en 2023.

Le cantonnement d'une partie de la dette de la sécurité sociale a renforcé la résilience financière du modèle social français pendant et après la pandémie de Covid-19. La loi organique du 7 août 2020<sup>5</sup> (la « loi organique de 2020 ») a autorisé le transfert d'un montant cumulé de 123 Md€ de l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS) à la CADES, dont 31 Md€ pour les déficits antérieurs à 2020 et 92 Md€ pour les déficits prévus sur la période 2020-2023. Plus d'un tiers de la dette des hôpitaux publics, soit 13 Md€, lui a été transféré sur une base exceptionnelle et ad-hoc, portant le transfert à un total de 136 Md€.

*Nous évaluons la difficulté de substitution de la CADES pour l'État comme étant « forte ».* L'agence opère dans un environnement non concurrentiel, fortement réglementé et contrôlé par l'État, compte tenu de son rôle unique et de son expertise en matière d'apurement, de refinancement et de remboursement de la dette sociale. La CADES joue un rôle essentiel pour assurer la pérennité du modèle social français et la continuité de la protection sociale, inscrite dans la Constitution française, écartant toute substitution potentielle.

*Nous évaluons les implications d'un défaut hypothétique de la CADES pour l'État comme étant « fortes ».* Une hypothétique défaillance de la CADES aurait des conséquences importantes pour l'État. Un tel événement porterait un préjudice important à la capacité de l'État et des agences publiques françaises à accéder au marché de capitaux, et aurait vraisemblablement de fortes conséquences sociales et politiques. En conséquence, nous anticipons un soutien important de la part du gouvernement dans un scénario très hypothétique où la CADES serait confrontée à des difficultés financières.

Importance stratégique renforcée dans le contexte de la pandémie de Covid-19

Un rôle unique dans le soutien aux objectifs politiques du gouvernement français

Une défaillance hypothétique aurait des implications significatives

## Evaluation des fondamentaux intrinsèques, analyse complémentaire

Nous procédons à une analyse complémentaire des fondamentaux de la CADES, incluant ses profils de risques opérationnel et financier. Cette analyse n'a pas d'impact sur l'analyse de la qualité de crédit de la CADES reposant sur l'approche descendante, ce qui conduit à une note finale de AA, alignée sur celle de la République française.

Le profil de risque opérationnel de la CADES est caractérisé par un modèle de financement robuste, par lequel ses revenus sont principalement constitués de recettes affectées, protégées par la loi, résilientes et prévisibles. Le profil de risque financier de la CADES bénéficie de faibles coûts de financement, d'un très bon accès au marché de capitaux, de pratiques prudentes de gestion de la dette et de mécanismes de soutien de la liquidité fiables.

Les principaux risques sont liés à l'importance de la dette de la CADES et à la possibilité de nouveaux transferts de dette sociale résultant des déficits prévus du système de sécurité sociale. Ces transferts entraîneraient une augmentation de la charge de la dette et des ressources allouées à la CADES.

### Profil de risque opérationnel

Les ressources de la CADES sont protégées par la loi et transférées automatiquement par les administrations chargées de la collecte des prélèvements sociaux et des impôts (ACOSS, Direction générale des finances publiques). L'essentiel des recettes provient des prélèvements sur les revenus d'activité (59 % du total en 2023, incluant les salaires et revenus assimilés), de remplacement (21 %, incluant les pensions de retraite et allocations chômage) et du capital (9 %, incluant les loyers et plus-values immobilières), ce qui favorise la prévisibilité et la résilience des flux de revenus, compte tenu de la faible cyclicité de ces flux et leur étroite corrélation avec le PIB

Ressources garanties par la loi ; affectation de recettes fiscales importantes et stables

<sup>5</sup> [Loi organique n° 2020-991 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie](#)

nominal de la France. Toute modification de la structure des recettes de la CADES nécessite l'adoption d'une loi organique, qui requiert une majorité qualifiée au Parlement, ce qui renforce la stabilité des ressources de la CADES.

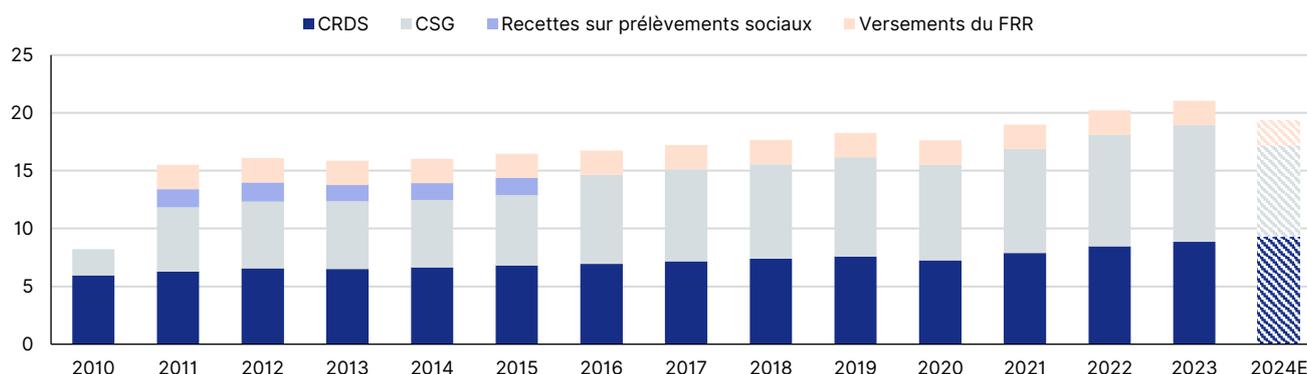
Les ressources sont principalement constituées de deux prélèvements sociaux affectés, qui sont prélevés sur la plupart des revenus (y compris les salaires, les pensions de retraite et les allocations de chômage) : la Contribution pour le Remboursement de la Dette Sociale (CRDS) créée spécifiquement en 1996 (avec un taux de 0,5 %), et une partie de la Contribution Sociale Généralisée (CSG).

Conformément à la loi organique de 2005, tout transfert de dette sociale à la CADES donne lieu à l'affectation de nouvelles ressources. Une fraction supplémentaire de la CSG a été affectée en 2009, à la suite du transfert de dette intervenu cette même année. De la même manière, la CADES reçoit depuis 2011 un transfert fixe annuel de 2,1 Md€ du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), organisme public qui gère les fonds confiés par l'État pour financer le système de retraite. La part de la CSG a été portée à 0,6 point de pourcentage (contre 0,2 initialement) en 2016, à la suite de transferts supplémentaires de dette sociale à la CADES en 2010 et 2015.

Transferts de dette sociale conditionnés à l'attribution de nouvelles ressources

### Graphique 3 : Évolution des sources de revenus de la CADES

Md€



Les flux de recettes sont présentés nets des frais de collecte. Estimation pour 2024 sur la base de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2024. Source : CADES, Scope Ratings.

Conformément à la loi ordinaire du 7 août 2020<sup>6</sup>, la part de la CSG affectée à la CADES est passée de 0,6 point à 0,45 point le 1<sup>er</sup> janvier 2024, afin de financer la cinquième branche de la sécurité sociale centrée sur l'autonomie. Le Parlement français a également approuvé la réduction du transfert annuel reçu du FRR de 2,1 Md€ à 1,45 Md€ à partir de 2025. Cette décision entraîne une réduction structurelle des ressources de la CADES, ce qui réduit sa capacité d'amortissement<sup>7</sup> avec un objectif annuel de 16,0 Md€ en 2024, contre 18,3 Md€ en 2023.

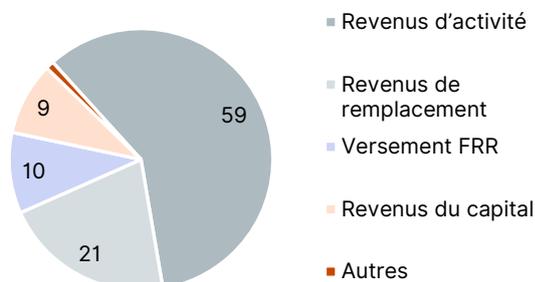
Moindre capacité d'amortissement en raison de la baisse des recettes

Les recettes se sont élevées à 21,1 Md€ en 2023, dont 48 % au titre de la CSG et 42 % au titre de la CRDS, auxquels s'ajoutent 10 % sous la forme du transfert du FRR. Cela représente une hausse de 4,2 % en 2023 par rapport à l'année précédente, soit une décélération par rapport aux taux de 6,5 % en 2022 et de 7,7 % en 2021, en ligne avec le ralentissement de l'activité économique et la baisse de l'inflation. Les recettes de fonctionnement devraient diminuer d'environ 8 % en 2024, en raison de l'entrée en vigueur de la réduction de l'allocation du quota de CSG.

<sup>6</sup> Loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie

<sup>7</sup> Commission des finances du Sénat, Novembre 2023 - Rapport législatif : Projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2024

**Graphique 4 : Ressources de la CADES**  
2023, % du total



Sources : CADES, Scope Ratings

Les dépenses de la CADES sont principalement constituées des intérêts payés sur les emprunts émis sur les marchés de capitaux. Le coût total de la dette, qui comprend les intérêts versés et les commissions sur les emprunts, s'élève à près de 3 Md€ en 2023, soit une augmentation de 47 % par rapport à 2022. Cette augmentation résulte de l'accroissement de l'activité d'émission de la CADES, conformément au nouveau transfert de dette prévu par la loi organique de 2020, et du resserrement global des conditions de financement. Les autres charges, principalement liées au personnel et aux frais administratifs, sont marginales et stables (2 M€ en 2023).

Les bénéfices nets, qui correspondent au montant disponible pour l'amortissement de la dette sociale, s'élèvent à 18,3 Md€ en 2023, soit une baisse de 3,5 % par rapport à l'année précédente, en raison de l'augmentation de la charge de la dette en lien avec le resserrement des conditions de financement.

### Profil de risque financier

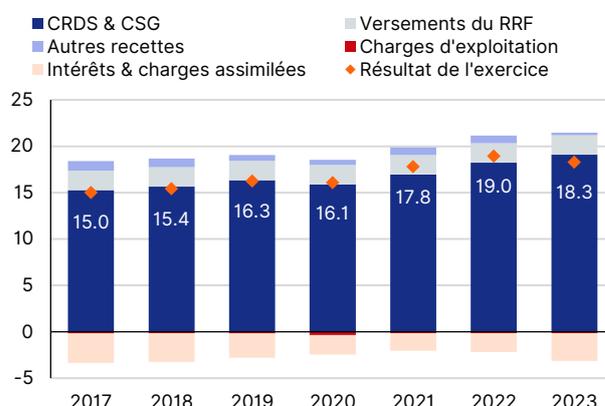
À la fin de l'année 2019, un montant cumulé de 260,5 Md€ de dette sociale avait été transféré à la CADES depuis sa création, dont 171,4 Md€ avaient déjà été amortis et 89,1 Md€ restaient à amortir. En 2020, à la suite de la forte détérioration des comptes de la sécurité sociale, le Parlement français a approuvé le transfert de 136 Md€ de dette sociale supplémentaire dans le cadre de la loi organique de 2020. Dans le même temps, le Parlement français a prolongé la durée d'exercice de la CADES et reporté l'échéance du remboursement intégral de la dette ainsi cantonnée à fin 2033, contre un objectif précédent à fin 2024.

À la fin de l'année 2023, la dette sociale transférée à la CADES depuis 1996 s'élevait à 387,7 Md€, dont 242,6 Md€ avaient été amortis. Il est prévu de transférer 8,8 Md€ de dette sociale supplémentaire en 2024, ce qui correspond à la dernière tranche des 136 Md€ autorisés par la loi organique de 2020.

Si la trajectoire d'amortissement anticipée par la CADES est robuste et crédible, la persistance des déficits du système de sécurité sociale augmente la probabilité que de nouveaux transferts aient lieu dans les années à venir. La Cour des Comptes<sup>8</sup> a souligné qu'elle anticipait une détérioration du déficit du système de sécurité sociale (solde agrégé du régime général et du Fonds de solidarité vieillesse), qui devrait passer de 10,8 Md€ en 2023 à 17,2 Md€ en 2027. Néanmoins, tout transfert supplémentaire devrait être compensé par une augmentation des ressources allouées à la CADES, conformément aux dispositions de la loi organique de 2005, ce qui permettrait d'assurer la pérennité du modèle financier jusqu'à l'amortissement complet de la dette transférée.

<sup>8</sup> Cour des Comptes - Sécurité sociale 2024

**Graphique 5 : Recettes et dépenses de la CADES**  
2023, Md€



Sources : CADES, Scope Ratings

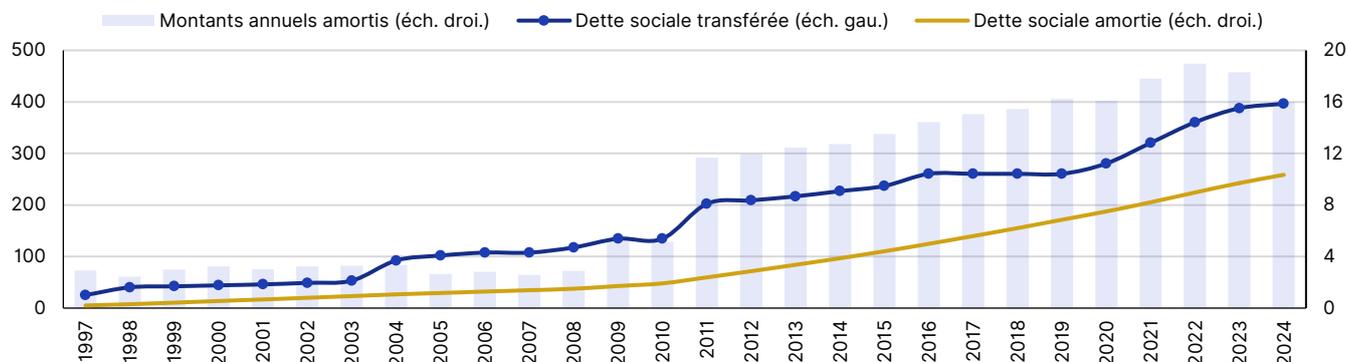
L'augmentation de la charge de la dette reflète principalement les conditions de financement sur les marchés

Montants importants de dette sociale transférés et amortis par la CADES depuis sa création

Trajectoire d'amortissement robuste et crédible malgré les déficits des administrations de sécurité sociale

**Graphique 6 : Dette sociale reprise et amortie par la CADES**

Md€



Estimation pour 2024 sur la base de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2024.

Source : CADES, Scope Ratings

Pour refinancer le transfert de la dette sociale autorisé par le Parlement français, la CADES emprunte principalement sur les marchés de capitaux à travers six programmes d'émission et pour un encours maximum cumulé d'environ 290 Md€. À la fin de l'année 2023, la dette financière totale s'élevait à 151,8 Md€, dont 150,9 Md€ de dettes représentées par des titres.

Un excellent accès au marché de capitaux, comparable à celui de l'État

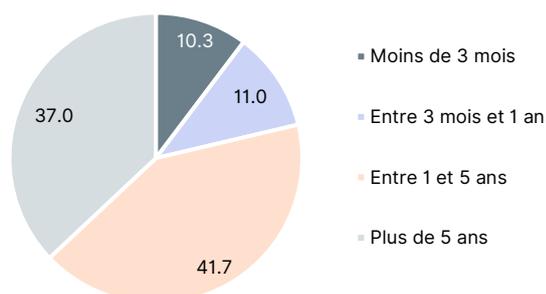
La CADES bénéficie d'une stratégie de financement solide ancrée sur une gestion prudente de la dette. Le profil de risque de la dette de la CADES est faible et repose sur une gamme diversifiée d'instruments :

Une stratégie de financement diversifiée et sophistiquée

- L'exposition au risque de change est nulle, en raison de la couverture systématique par le biais de produits dérivés, la totalité de la dette étant synthétiquement libellée en euros. À la fin de l'année 2023, 62,1 % de la dette nominale initiale négociable était libellée en euros, 35,3 % en dollars américains et 2,6 % dans d'autres devises ;
- L'exposition au risque de taux d'intérêt est limitée, ce qui atténue la vulnérabilité de la CADES aux fluctuations des conditions de financement au niveau mondial. À la fin de l'année 2023, 72,9 % de la dette était à taux fixe, 24,5 % à taux variable et 2,6 % indexée sur l'inflation ;
- La structure de maturité est favorable, privilégiant les échéances plus longues, bien que ces dernières ne puissent excéder la durée d'exercice de l'agence. À la fin de l'année 2023, 21,3 % de la dette négociable était exigible à un an ou moins, 41,7 % entre un et cinq ans et 37 % à plus de cinq ans.

**Graphique 7 : Ventilation de la dette de la CADES par maturité**

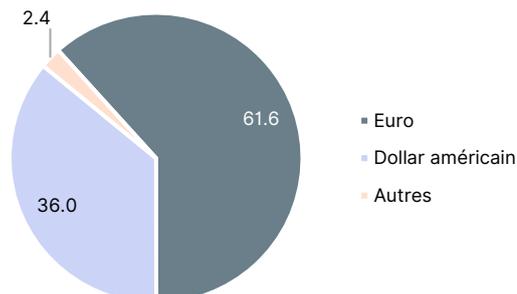
Fin 2023, % du total de la dette négociable



Source : CADES, Scope Ratings

**Graphique 8 : Ventilation de la dette de la CADES par devise**

Fin 2023, % du total de la dette négociable

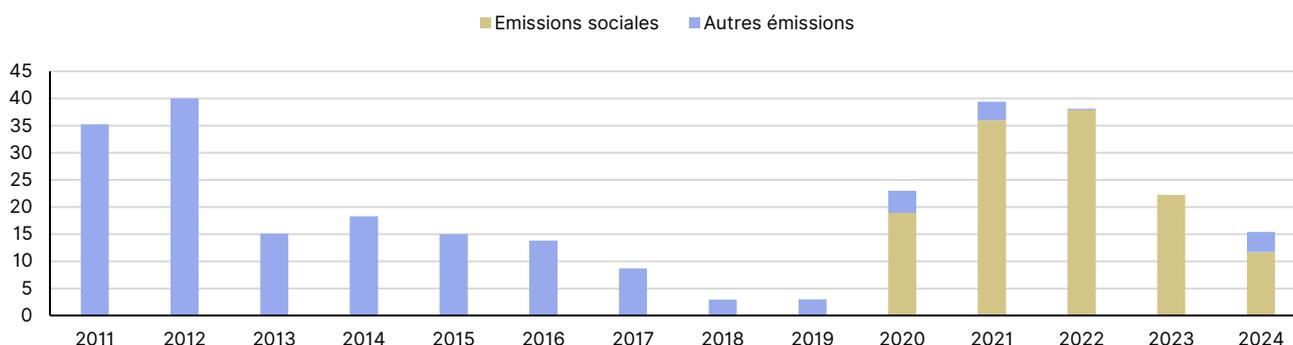


Source : CADES, Scope Ratings

En tant qu'émetteur de référence et de premier plan d'obligations sociales, la CADES est en mesure d'attirer des investisseurs aux profils diversifiés, comprenant notamment des banques centrales et des investisseurs sensibles à la prise en compte des facteurs ESG. De septembre 2020 à décembre 2023, la CADES a émis environ 115 Md€ d'obligations sociales. Cela représente en moyenne 97% des émissions d'obligations sur la période, dont plus de la moitié a été souscrite par des investisseurs recherchant précisément cette dimension ESG.

Une forte capacité d'innovation centrée sur les obligations sociales

**Graphique 9 : Emissions de dette de la CADES**  
Md€



L'année 2024 couvre la période allant de janvier à mai. Source : CADES, Scope Ratings

La CADES bénéficie d'une excellente flexibilité de financement. En 2020, la CADES a lancé un programme d'émission supplémentaire de 20 Md€ au second semestre à la suite de l'approbation de la loi organique de 2020, après avoir déjà finalisé son programme de financement initial de 4 Md€ au premier semestre. Pour 2024, plus des trois quarts du programme de financement (20 Md€ d'émissions à moyen et long terme et 5 Md€ d'émissions à court terme) avaient déjà été exécutés à la mi-juin. La dernière émission de la CADES libellée en euros (emprunt à 3 ans d'un principal de 4 Md€ émis en février 2024) a suscité une très forte demande, permettant de constituer un livre d'ordres plus de sept fois supérieur au montant proposé. L'opération s'est conclue avec un faible écart de 25 points de base par rapport aux taux d'emprunt de l'Etat<sup>9</sup>.

Une grande flexibilité dans l'exécution du programme de financement annuel

La CADES bénéficie de coûts de financement modérés. Les charges d'intérêts sur les obligations et autres titres à revenu fixe ont augmenté de 1,8 Md€ en 2021 à 2,7 Md€ en 2023 en raison de l'augmentation du volume d'émission et du resserrement des conditions de financement sur les marchés, en ligne avec celles de l'Etat français. Sur la même période, le taux moyen de financement est passé de 0,6 % à 2,15 % à fin 2023.

Coûts de financement modérés, évoluant en ligne avec les marchés internationaux

La position de liquidité propre de la CADES est modeste. Cela est toutefois compensé par une base de financement stable et résiliente, un excellent accès au marché de capitaux et des mécanismes de soutien efficaces. Les excédents de trésorerie de l'agence sont maintenus à un niveau minimum, en ligne avec le mandat de la CADES selon lequel ses ressources doivent être affectées exclusivement au remboursement de ses emprunts. Néanmoins, la position de liquidité de la CADES est renforcée par la collecte régulière de la CRDS et de la CGS payées sur les revenus d'activité et de remplacement. Ces ressources sont collectées par l'ACOSS et transférées à la CADES sur une base quotidienne. Les risques de liquidité sont également atténués par les pratiques de modélisation financière de la CADES, qui lui permettent de suivre précisément ses besoins de liquidité à court et à long terme. De plus, la CADES bénéficie de cinq lignes de trésorerie, pour un montant total de 1,2 Md€.

Des protections de liquidité importantes assurées par l'Etat, conformément au cadre réglementaire

<sup>9</sup> [La CADES poursuit son programme 2024 avec un nouvel emprunt en euros](#)

Enfin, les risques liés aux fondamentaux financiers de la CADES sont considérablement réduits par le statut très protecteur d'établissement public administratif, qui garantit le soutien de l'État en ce qui concerne sa solvabilité et sa liquidité. Selon l'article 7 de la loi CADES, si la CADES se trouvait dans l'incapacité de faire face à ses engagements financiers, le gouvernement français devrait soumettre au Parlement les mesures nécessaires pour que la CADES soit en mesure d'assurer le service de sa dette comme prévu. Depuis la loi de finances de 2007, l'accès aux mécanismes de soutien à la liquidité d'urgence de l'État a été simplifié et est désormais assuré par le Trésor français via l'AFT et la Caisse de la dette publique, à travers l'achat de titres négociables à court terme émis par la CADES.

Mécanismes de soutien à la liquidité efficaces et éprouvés

### **Evaluation des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)**

La CADES a mis en place en septembre 2020 un cadre pour les obligations sociales, conçu selon les principes des obligations sociales de l'*International Capital Market Association*. La dette éligible au financement par obligations sociales concerne les déficits de la sécurité sociale transférés à partir de 2020. Toutefois, la dette transférée émanant des établissements participant au service public hospitalier et la dette finançant les déficits antérieurs à 2015 sont exclues du cadre des obligations sociales.

Emetteur d'obligations sociales de premier plan

La gouvernance du programme d'obligations sociales est assurée par un comité chargé d'évaluer et d'approuver la sélection des déficits sociaux éligibles émanant des différents régimes. L'impact des obligations sociales est évalué par leur contribution à la performance du système de sécurité sociale. Les obligations sociales de la CADES ont contribué au financement des politiques de santé, y compris lors de la pandémie de Covid-19 avec des campagnes nationales de dépistage et de vaccination.

## Annexe I. Approche de notation et intégration avec l'Etat français

Pour déterminer le niveau d'intégration d'une Entité Liée au Gouvernement (ELG) avec son sponsor public, nous structurons notre analyse autour de quatre critères clés : i) la forme juridique de l'entité ; ii) le rôle et les activités de l'entité ; iii) la structure de l'actionnariat ; et iv) les interdépendances financières entre l'entité et son sponsor public. Sur la base de cette analyse, nous adoptons une approche « descendante » ou « ascendante » pour attribuer les notations. L'approche descendante prend la notation du sponsor public pour point de départ de l'évaluation, tandis que l'approche ascendante part des fondamentaux de crédit intrinsèques de l'ELG.

Dans un premier temps, la notation AA de la CADES repose sur une forte intégration avec l'État, ce qui justifie l'adoption d'une approche "descendante" pour l'attribution des notations, reflétant :

Critères analytiques	Évaluation (score)	Raisonnement analytique
Forme juridique (40%)	Fort (100)	La CADES bénéficie d'un statut juridique très protecteur en tant qu'EPA. Ce statut juridique est distinct des formes juridiques privées ordinaires et implique un contrôle et une surveillance étroite par ses autorités de tutelle (ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique, et ministère des Solidarités et de la Santé), ainsi que par le Parlement français et la Cour des Comptes.
Destination et activités (20%)	Fort (100)	La CADES remplit un rôle hautement stratégique pour le compte de l'État français, en refinançant et en amortissant la dette issue des déficits cumulés des administrations de sécurité sociale. La CADES contribue à assurer la pérennité financière du système de sécurité sociale français et son rôle stratégique s'est encore accru dans le contexte de la pandémie de Covid-19.
Structure de l'actionnariat (20%)	N/A	La CADES n'a pas de structure d'actionnariat.
Interdépendances financières (20%)	Fort (100)	La CADES reçoit d'importantes contributions directes de l'État français, principalement sous la forme de recettes fiscales affectées. Elle bénéficie de flux de financement importants et résilients par le biais de prélèvements sociaux exclusifs et affectés, qui sont protégés par la loi. Tout nouveau transfert de dette à la CADES doit être accompagné de nouvelles recettes pour rembourser intégralement la dette sociale ainsi cantonnée.
<b>Approche retenue</b>		<b>Descendante</b>

## Annexe II. Ajustement indicatif vis-à-vis de l'Etat français

Nous appliquons l'approche descendante en utilisant la notation du sponsor public comme point de départ et en l'ajustant négativement jusqu'à trois crans (des exceptions peuvent s'appliquer). L'ampleur de l'ajustement à la baisse est basée sur notre évaluation : i) du contrôle et du soutien régulier du sponsor public; et ii) de la probabilité d'un soutien exceptionnel du sponsor public.

Dans un second temps, la notation AA reflète le lien très important entre la qualité de crédit de la CADES et celle de la République française, ce qui se traduit par une notation indicative alignée sur la notation souveraine AA.

Piliers analytiques	Évaluation	Critères analytiques	Évaluation (score)	Raisonnement analytique
Contrôle et soutien régulier	Fort	Décisions stratégiques et opérationnelles	Fort (100)	Objectifs stratégiques définis par l'État ; activités opérationnelles et financières sous la supervision des ministères de tutelle.
		Personnel clé, organes de direction et de surveillance	Fort (100)	L'État exerce un contrôle étroit sur les organes de gouvernance de la CADES, dont le président exécutif est nommé par décret présidentiel.
		Soutien financier ordinaire	Fort (100)	Des mécanismes de soutien public sont intégrés dans les cadres législatifs relatifs à la CADES.
Probabilité de soutien exceptionnel	Fort	Importance stratégique	Fort (100)	La CADES apporte une contribution essentielle à la politique de l'État en contribuant à la pérennité du système de sécurité sociale.
		Difficulté de substitution	Fort (100)	Absence de substitut potentiel ; une substitution hypothétique entraînerait très probablement d'importantes perturbations du système de protection sociale.
		Implications d'un défaut	Fort (100)	Une défaillance hypothétique entraînerait des coûts financiers et réputationnels importants pour l'État et d'autres entités publiques.
<b>Ajustement indicatif</b>			<b>0</b>	

## Annexe III. Tableau statistique

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Compte de résultat – résumé (EUR '000s)</b>							
Intérêts et produits assimilés	1 025,0	874,5	613,7	555,4	725,8	787,8	237,4
Intérêts et charges assimilées	-3 154,3	-3 058,4	-2 607,5	-2 067,1	-1 848,8	-1 993,7	-2 967,2
Commissions (charges)	-30,9	-22,8	-8,0	-27,0	-42,5	-45,9	-22,1
Gain ou perte sur portefeuilles de négociation et assimilés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres produits d'exploitation bancaire	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0
Autres charges d'exploitation bancaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Produit net bancaire</b>	<b>-2 160,3</b>	<b>-2 206,7</b>	<b>-2 001,6</b>	<b>-1 538,7</b>	<b>-1 165,5</b>	<b>-1 251,7</b>	<b>-2 752,0</b>
Charges générales d'exploitation	-2,8	-2,9	-3,3	-1,7	-2,3	-2,4	-2,0
Produits liés à la CRDS et à la CSG	15 262,5	15 631,7	16 340,4	15 882,5	16 970,0	18 218,6	19 100,6
Revenus du Fonds de solidarité vieillesse	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0
Produits du Fonds de réserve pour les retraites	14,8	79,5	0,1	9,9	66,0	44,0	20,2
Autres produits d'exploitation	3,7	5,7	2,5	2,0	3,2	0,4	0,4
Charges liées à la CRDS et à la CSG	-150,3	-155,1	-159,9	-143,5	-150,5	-140,7	-153,4
Dotation aux provisions sur créance	-23,6	-6,8	-23,0	-221,9	-7,5	-7,4	-8,6
Autres charges d'exploitation	-0,1	-1,6	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>15 043,9</b>	<b>15 443,8</b>	<b>16 253,0</b>	<b>16 088,6</b>	<b>17 813,4</b>	<b>18 960,8</b>	<b>18 305,3</b>
Produits exceptionnels	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>15 044,0</b>	<b>15 443,8</b>	<b>16 253,0</b>	<b>16 088,7</b>	<b>17 813,4</b>	<b>18 960,8</b>	<b>18 305,3</b>
<b>Bilan – résumé (EUR '000s)</b>							
<b>Actif</b>	<b>7 398,2</b>	<b>5 077,9</b>	<b>6 071,9</b>	<b>13 845,0</b>	<b>11 731,9</b>	<b>10 622,6</b>	<b>8 304,8</b>
Caisse, banques centrales	3 174,2	2 263,3	3 056,6	9 910,8	7 038,1	3,971,5	2 450,8
Comptes de régularisation	1 980,1	2 364,1	2 703,1	2 067,6	4 051,9	5,298,0	3 795,3
Autres actifs	2 244,0	450,5	312,2	1 866,6	641,8	1,353,1	2 058,7
<b>Sous total endettement</b>	<b>128 074,5</b>	<b>110 343,5</b>	<b>95 077,7</b>	<b>106 774,2</b>	<b>126 845,8</b>	<b>146 776,0</b>	<b>153 380,4</b>
Dettes envers les établissements de crédit	1 003,4	1 003,4	1 003,4	1 003,4	1 003,4	848,2	848,2
Dettes représentées par un titre	124 677,3	107 959,2	92 045,5	103 034,9	123 355,7	143 561,9	150 903,1
Autres passifs	220,3	447,6	1 214,6	354,8	1 508,7	1 411,5	503,0
Comptes de régularisation	2 173,6	933,3	814,3	2 381,1	978,1	954,4	1 126,1
<b>Situation nette</b>	<b>-120 789,6</b>	<b>-105 345,8</b>	<b>-89 092,8</b>	<b>-93 004,1</b>	<b>-115 190,8</b>	<b>-136 229,9</b>	<b>-145 156,2</b>
Dotation en immeubles	181,2	181,2	181,2	181,2	181,2	181,2	181,2
Report à nouveau	-136,014,8	-120 970,8	-105 527,0	-109 274,0	-133 185,4	-155 372,0	-163 642,7
Résultat	15,044,0	15 443,8	16 253,0	16 088,7	17 813,4	18 960,8	18 305,3
<b>Provisions</b>	<b>113,3</b>	<b>80,2</b>	<b>87,0</b>	<b>75,0</b>	<b>76,9</b>	<b>76,5</b>	<b>80,5</b>

Source : CADES, Scope Ratings

## Analystes

### Analyste principal

Thomas Gillet

+33 186 261 874

[t.gillet@scoperatings.com](mailto:t.gillet@scoperatings.com)

### Analyste secondaire

Brian Marly

+33 186 261 882

[b.marly@scoperatings.com](mailto:b.marly@scoperatings.com)

### Responsable d'équipe

Alvise Lennkh-Yunus

+49 69 6677389-85

[a.lennkh@scoperatings.com](mailto:a.lennkh@scoperatings.com)

## Méthodologie appliquée

[Government Related Entities Rating Methodology](#), 13 Juillet 2023

## Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5

D-10785 Berlin

[scoperatings.com](https://www.scoperatings.com)

Phone: +44 20 7824 5180

Fax: +49 30 27891-100

[info@scoperatings.com](mailto:info@scoperatings.com)

**in**

Bloomberg: RESP SCOP

[Scope contacts](#)

## Disclaimer

© 2024 Scope SE & Co. KGaA and all its subsidiaries including Scope Ratings GmbH, Scope Ratings UK Limited, Scope Fund Analysis GmbH, and Scope ESG Analysis GmbH (collectively, Scope). All rights reserved. The information and data supporting Scope's ratings, rating reports, rating opinions and related research and credit opinions originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope does not, however, independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Scope's ratings, rating reports, rating opinions, or related research and credit opinions are provided 'as is' without any representation or warranty of any kind. In no circumstance shall Scope or its directors, officers, employees and other representatives be liable to any party for any direct, indirect, incidental or other damages, expenses of any kind, or losses arising from any use of Scope's ratings, rating reports, rating opinions, related research or credit opinions. Ratings and other related credit opinions issued by Scope are, and have to be viewed by any party as, opinions on relative credit risk and not a statement of fact or recommendation to purchase, hold or sell securities. Past performance does not necessarily predict future results. Any report issued by Scope is not a prospectus or similar document related to a debt security or issuing entity. Scope issues credit ratings and related research and opinions with the understanding and expectation that parties using them will assess independently the suitability of each security for investment or transaction purposes. Scope's credit ratings address relative credit risk, they do not address other risks such as market, liquidity, legal, or volatility. The information and data included herein is protected by copyright and other laws. To reproduce, transmit, transfer, disseminate, translate, resell, or store for subsequent use for any such purpose the information and data contained herein, contact Scope Ratings GmbH at Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.