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

## Rapport de notation

### Résumé et perspectives

Les notations 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 notation reflète :

i) Une forte intégration avec son souverain. La CADES bénéficie d'un statut juridique très protecteur et d'une structure de gouvernance intégrée et étroitement liée à l'État français ;

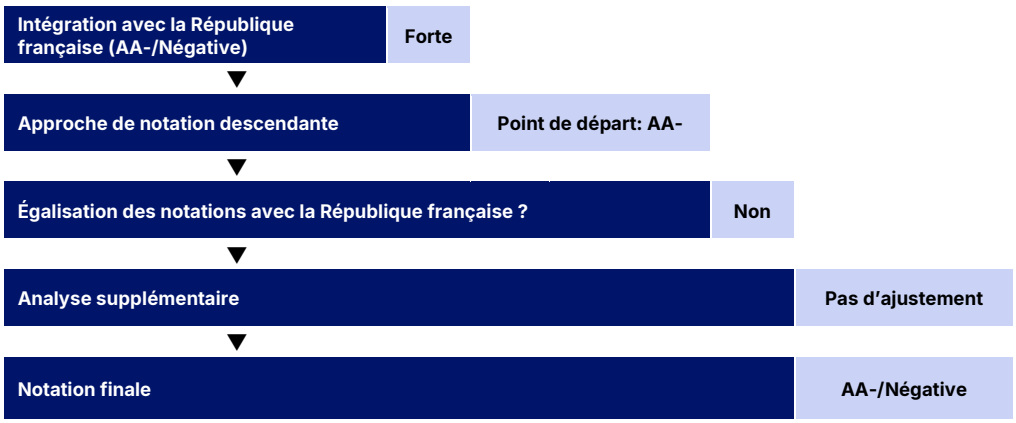
ii) Un rôle crucial en tant qu'établissement public administratif lié au gouvernement (« Entité Liée au Gouvernement », ELG). La CADES joue un rôle unique dans le refinancement et le remboursement des déficits cumulés du système de sécurité sociale français ; et

iii) Des interdépendances financières importantes. La CADES entretient des liens financiers importants avec l'État français, fondés sur le 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 notation reflète également les solides fondamentaux de crédit intrinsèques de la CADES, soutenus par des profils de risque opérationnel et financier favorables. Ceux-ci comprennent un modèle de financement robuste avec des flux de revenus dédiés et prévisibles, ainsi que des pratiques de gestion de la dette prudentes, comme en témoignent les faibles coûts de financement et l'accès à des mécanismes de soutien à la liquidité, si nécessaire.

À l'inverse, nous tenons également compte des défis auxquels la CADES est confrontée, notamment un endettement important à la suite de la pandémie de Covid-19. De nouveaux transferts de dette sociale liés aux déficits prévus dans le système de sécurité sociale entraineraient une augmentation de la charge de la dette et des ressources allouées à la CADES.

**Graphique 1 : Facteurs de notation**




Pour plus de détails, veuillez consulter la méthodologie de notation des entités liées au gouvernement de Scope (disponible en anglais uniquement). Source : Scope Ratings

**Devises**

Note à long terme/Perspective

AA-/Négative

Dettes de premier rang non-garanties/Perspective

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/Perspective

AA-/Négative

Note à court terme/Perspective

S-1+/Stable

**Analyste principal**

Thomas Gillet
+49 30 278911-25
t.gillet@scoperatings.com

**Responsable d'équipe**

Alvise Lennkh-Yunus
+49 69 6677389-85
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

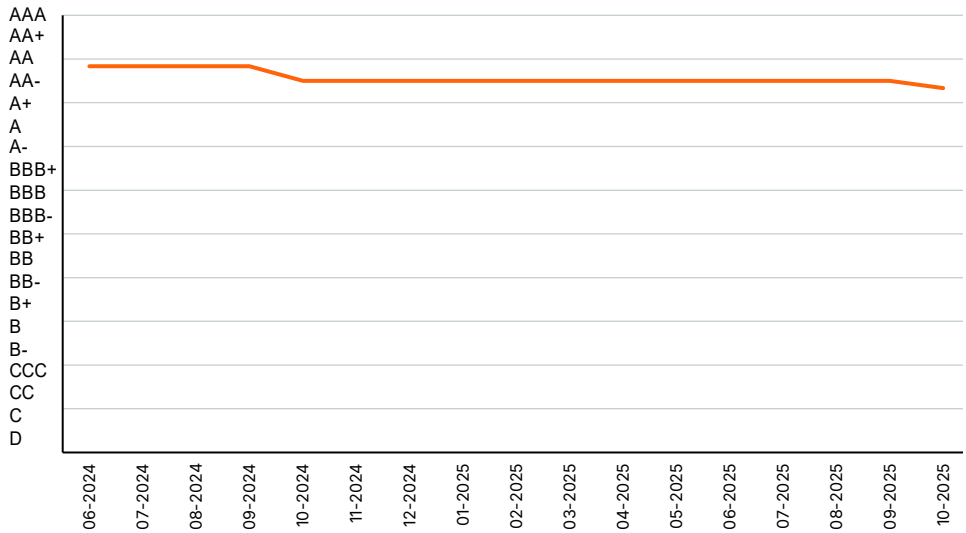
| Forces | Défis |
|---|---|
| • Importance stratégique pour le souverain français<br>• Statut juridique très protecteur<br>• Base de financement importante, résiliente et prévisible<br>• Profils de risque opérationnel et financier favorables | • Poids important de la dette après la pandémie de Covid-19<br>• Probabilité de nouveaux transferts de dette sociale<br>• Augmentation des paiements d'intérêts en cas de nouveaux transferts |

## Perspective et facteurs de changement de la notation

La perspective négative sur la notation émetteur à long terme de la CADES reflète les risques à la baisse associés au profil de crédit de la République française, tels que reflétés par la perspective négative attribuée à la notation AA- de l'État français.

| Facteurs pouvant conduire à un relèvement de la notation | Facteurs pouvant conduire à un abaissement de la notation |
|---|---|
| • Les notations et/ou perspectives de la République française sont rehaussées | • Les notations de la République française sont abaissées<br>• Une modification du cadre institutionnel, entraînant un affaiblissement notable du degré d'intégration avec l'État français |

**Graphique 2 : Historique de notation**




Notation 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

**Table des matières**

1. Intégration au sein de l'Etat français et approche de notation
2. Evaluation des fondamentaux intrinsèques, analyse complémentaire
3. Profil de risque financier
4. Evaluation des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)

Annexe 1. Grilles de notation (*Qualitative scorecards - QS1 & QS2*)

Annexe 2. Tableau statistique

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

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

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 ministre des Finances et du ministre chargé de la Sécurité sociale. 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).

### 1.1 Approche descendante

Forte intégration avec le souverain, haute importance stratégique

Pour évaluer la qualité de crédit de la CADES, nous utilisons une approche descendante, dite « *top-down* », utilisant pour point de départ la notation 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*) :

- **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[1] 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[2], 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 2024, la CADES avait remboursé environ 65 % de la dette sociale transférée depuis sa création, soit un montant total de 258,6 Md€. L'importance du rôle de la CADES a été encore confirmée dans le contexte de la pandémie de Covid-19, avec l'approbation par le Parlement français du transfert de 136 Md€ supplémentaires en 2020, 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 son Conseil d'administration 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 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

[1] 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
[2] Ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale

cantonnée[3]. La loi organique du 2 août 2005[4] (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 notation de la CADES avec celle de l'Etat français (AA-/Négative, cf. Annexe I, *Scorecard* 2).

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

### 1.2 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., ministre des Finances; ministre chargé de la Sécurité sociale) exercent un contrôle et une surveillance étroits 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 la preuve d'un soutien financier 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 perçoit des 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

### 1.3 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, de remplir leurs missions. Depuis 1996, environ 396 Md€ (soit environ 14 % du PIB de 2024 et 12 % de la dette publique de 2024) ont été transférés à la CADES à la fin de 2024, ce qui témoigne de l'importance stratégique élevée de l'agence pour le modèle social français. Cette importance stratégique se reflète également dans l'importance des ressources de l'agence (19,2 Md€ en 2024, contre 21,1 Md€ en 2023), qui représentent environ 1,3 % des recettes des administrations publiques de 2024.

Un rôle central pour le modèle social français

[3] 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.
[4] Loi organique n° 2005-881 du 2 août 2005 relative aux lois de financement de la sécurité sociale

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

Le cantonnement 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 (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€.

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

*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.

Une défaillance hypothétique aurait des implications significatives

*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.

## 2. 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, ce qui conduit à une notation 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 entraineraient une augmentation des paiements d'intérêts et des ressources allouées à la CADES.

### 2.1 Profil de risque opérationnel

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

Les ressources de la CADES sont protégées par la loi et automatiquement transférées par les administrations chargées de la collecte des prélèvements sociaux et des impôts (ACOSS, Direction générale des finances publiques). La majeure partie des recettes provient des prélèvements fiscaux sur l'activité (58 % du total en 2024, incluant les salaires et les recettes assimilés), de remplacement (21 %, incluant les pensions de retraite et allocations chômage) et du capital (21 %, incluant les loyers et les 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 de leur étroite corrélation avec le PIB nominal. Toute modification de la structure des recettes de la CADES nécessiterait l'adoption d'une loi organique, qui requiert une majorité qualifiée au Parlement, ce qui renforce encore la stabilité des ressources de la CADES.

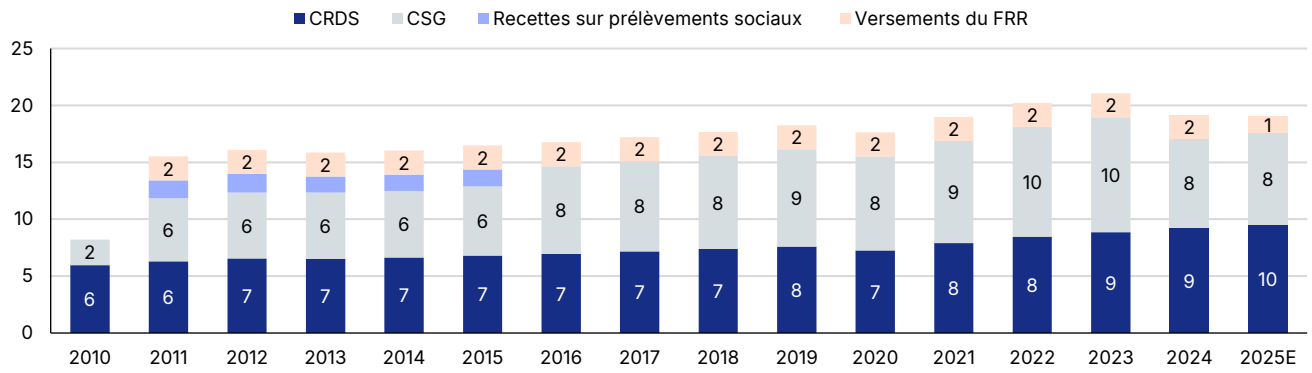
Les ressources sont principalement constituées de deux prélèvements sociaux affectés, qui sont prélevés sur la plupart des revenus (y compris les salaires, les pensions de retraite et les

allocations de chômage) : la Contribution pour le Remboursement de la Dette Sociale (CRDS) créée spécifiquement en 1996 (avec un taux de 0,5 % confirmé jusqu'en 2033), et une partie de la Contribution Sociale Généralisée (CSG).

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

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 allouée en 2009, à la suite du transfert de dette effectué la même année. De même, la CADES a reçu entre 2011 et 2024 un transfert annuel fixe de 2,1 Md€ provenant du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), organisme public qui investit et optimise les rendements des 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) entre 2016 et 2023, à la suite de transferts supplémentaires de dette sociale à la CADES en 2010 et 2015.

**Graphique 3 : Évolution des sources de revenus**
Md€




Les flux de recettes sont présentés nets des frais de collecte. Sur la base des estimations de la CADES pour 2025.
Source : CADES, Scope Ratings

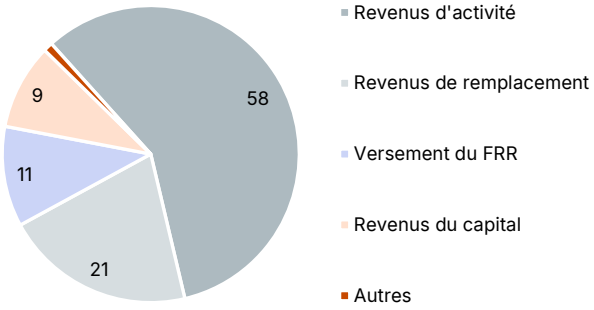
Moindre capacité d'amortissement en raison de la baisse des recettes

Conformément à la loi ordinaire du 7 août 2020[5], la part de la CSG affectée à la CADES est passée de 0,6 point de pourcentage à 0,45 point de pourcentage à compter du 1er janvier 2024 jusqu'en 2033, 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 compter du 1er janvier 2025 et jusqu'en 2033. Cette décision entraîne une réduction structurelle des ressources de la CADES, ce qui réduit sa capacité d'amortissement[6] avec un objectif annuel de 16,28 Md€ en 2025, après 16,0 Md€ en 2024, et contre 18,3 Md€ en 2023.

Le résultat d'exploitation s'est élevé à 19,2 Md€ en 2024, dont 48 % provenaient de la CRDS (9,2 Md€) et 41 % de la CSG (7,9 Md€), et 11 % supplémentaires sous la forme d'un transfert du FRR (2,1 Md€). Le résultat a diminué d'environ 9 % en 2024, première baisse depuis la pandémie de Covid-19, résultant de la réduction de la part de CSG affectée à la CADES qui a été approuvée par le parlement en 2020, contre une augmentation de 6,5 % en 2022 et de 7,7 % en 2021. Le résultat d'exploitation devrait baisser de moins de 1 % en 2025, la réduction du transfert du FRR pouvant être compensée par une augmentation des recettes provenant de la CSG et de la CRDS. Toutefois, les incertitudes liées aux perspectives économiques et politiques de la France pourraient peser davantage sur les recettes de la CADES.

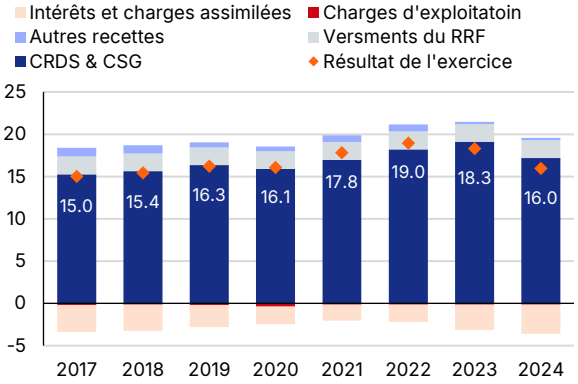
[5] Loi n° 2020-992 du 7 août 2020 relative à la dette sociale et à l'autonomie
[6] Commission des finances du Sénat, Novembre 2023 - Rapport législatif : Projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2024

**Graphique 4 : Ressources**
2024, % du total




Source : CADES, Scope Ratings

**Graphique 5 : Recettes et dépenses**
2024, Md€




Source : 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, incluant les intérêts versés et les commissions sur les emprunts, s'est élevé à 3,4 Md€ en 2024, soit une augmentation de 14 % par rapport à 2023. Cette hausse résulte de l'accroissement des émissions de la CADES, conformément au nouveau transfert de dette convenu dans le cadre de 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 2024).

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

Les bénéfices nets, correspondant au montant disponible pour l'amortissement de la dette sociale, se sont élevés à 15,9 Md€ en 2024, soit une baisse de 13 % par rapport à l'année précédente, en raison de la hausse des coûts d'intérêt reflétant les conditions de financement au niveau mondial.

## 3. Profil de risque financier

Depuis sa création et jusqu'à fin 2019, un montant cumulé de 260,5 Md€ de dette sociale avait été transféré à la CADES, dont 171,4 Md€ avaient été amortis et 89,1 Md€ restaient à amortir. En 2020, à la suite de la forte détérioration de la situation financière du système de sécurité sociale, le Parlement français a approuvé le transfert de 136 Md€ supplémentaires 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.

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

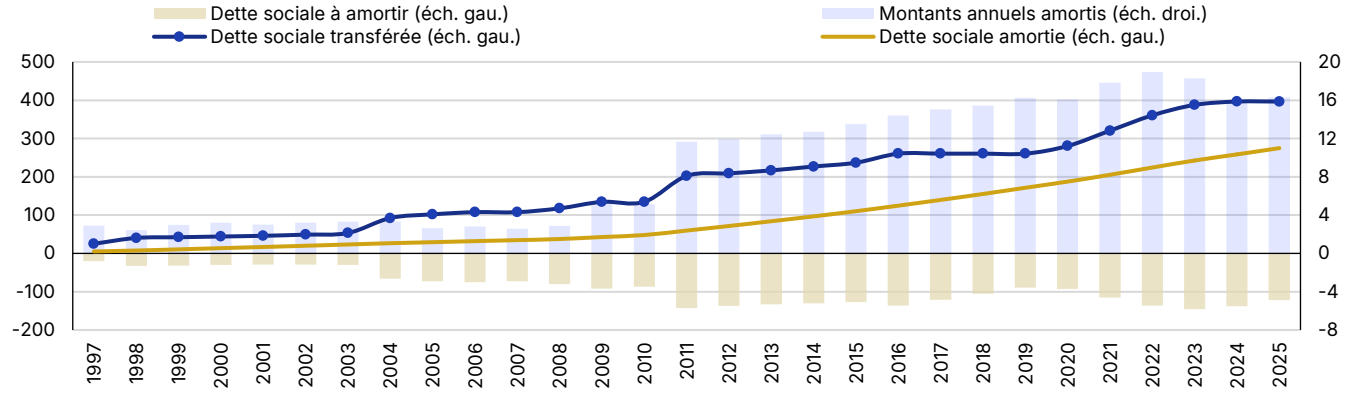
À la fin de l'année 2024, la dette sociale transférée à la CADES depuis 1996 s'élevait à 396,5 Md€, dont 258,6 Md€ avaient été amortis. Au total, 8,8 Md€ ont été transférés en 2024, ce qui correspond à la dernière tranche des 136 Md€ autorisés par la loi organique de 2020.

Si la trajectoire d'amortissement prévue par la CADES est solide et crédible, la persistance des déficits du système de sécurité sociale français augmente selon nous la probabilité que des transferts supplémentaires puissent être mis en œuvre au cours des prochaines années. La Cour des Comptes[7] 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 15,3 Md€ en 2024 à 22,1 Md€ en 2025 et 24,1 Md€ d'ici 2028. Cependant, 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.

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

[7] Cour des comptes – Sécurité sociale 2025

**Graphique 6 : Dette sociale reprise et amortie**
Md€




Pour 2025, en supposant qu'il n'y ait pas de nouveau transfert de dette sociale et un objectif d'amortissement de 16,28 Md€. Source : CADES, Scope Ratings

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

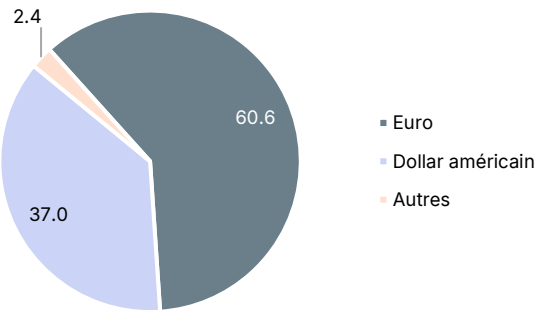
Afin de refinancer le transfert de la dette sociale autorisé par le Parlement français, la CADES emprunte principalement sur les marchés de capitaux dans le cadre de six programmes d'émission pour un encours maximal cumulé d'environ 290 Md€. À la fin de l'année 2024, la dette financière totale s'élevait à 143,4 Md€.

Une stratégie de financement diversifiée et sophistiquée

La CADES bénéficie d'une stratégie de financement solide, fondée sur des pratiques prudentes en matière de gestion de la dette. L'agence dispose d'une structure de dette à faible risque, basée sur une gamme diversifiée d'instruments :

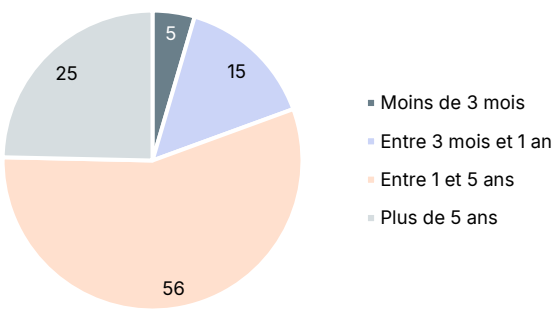
- L'exposition au risque de change est nulle, grâce à la couverture systématique par le biais de produits dérivés, la totalité de la dette étant synthétiquement libellée en euros. À la fin de 2024, 60,6 % de la dette nominale initiale négociable était libellée en euros, 37,0 % en dollars américains et 2,4 % 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 2024, 80,1 % de la dette était à taux fixe, 19,9 % à taux variable, l'exposition aux taux indexés sur l'inflation ayant été soldée au cours de l'exercice financier ; et
- La structure de maturité est favorable, l'accent étant mis sur les échéances plus longues, ces dernières ne puissent excéder la durée d'exercice de l'agence. La durée moyenne était de 3,8 ans à la fin de 2024. Environ 20 % de la dette négociable était exigible dans un délai d'un an ou moins, 56 % entre un et cinq ans et 25 % au-delà de cinq ans.

**Graphique 7 : Ventilation de la dette de la CADES par devise**
Fin 2024, % du total de la dette négociable




Source : CADES, Scope Ratings

**Graphique 8 : Ventilation de la dette de la CADES par maturité**
Fin 2024, % du total de la dette négociable

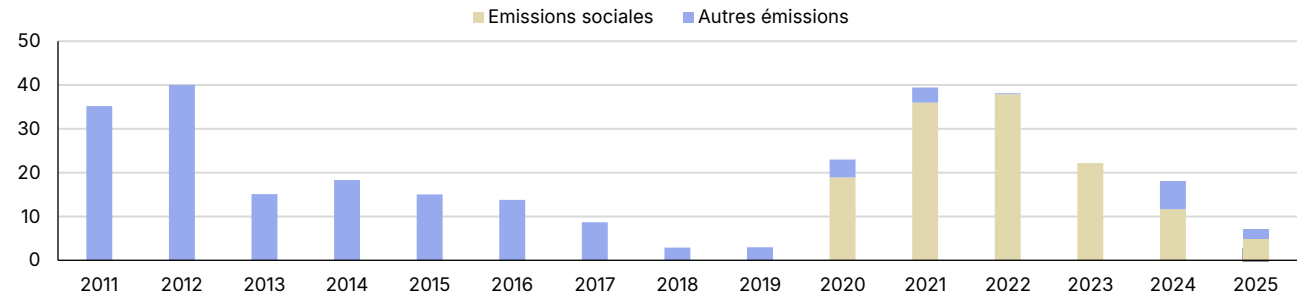



Source : CADES, Scope Ratings

Une forte capacité d'innovation centrée sur les obligations sociales

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 2024, la CADES a émis environ 127 Md€ d'obligations sociales. Cela représente environ 90 % des émissions obligataires sur cette période, dont plus de la moitié a été souscrite par des investisseurs recherchant précisément cette dimension ESG.

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




À fin septembre 2025. Dette à moyen et long terme. Source : CADES, Scope Ratings

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

La CADES bénéficie d'une grande flexibilité de financement. En 2020, la CADES a lancé un programme d'émission supplémentaire de 20 Md€ au second semestre, après l'adoption de la loi organique de 2020, après avoir déjà finalisé son programme de financement initial de 4 Md€ au premier semestre. Pour 2025, le programme de financement prévoit un volume maximum d'émissions à moyen et long terme de 10 Md€.

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

La CADES bénéficie de coûts de financement modérés. Les paiements d'intérêts sur les obligations et autres titres à revenu fixe sont passés de 1,8 Md€ en 2021 à 3,4 Md€ en 2024, reflétant l'augmentation des émissions et le resserrement des conditions de financement sur les marchés, en ligne avec celles de la République française. Sur la même période, le taux de financement moyen est passé de 0,6 % à 2,1 % à la fin de 2024.

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

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. L'agence maintient ses excédents de trésorerie à un niveau minimal, car ses ressources doivent être affectées exclusivement au remboursement de ses emprunts, conformément au mandat de la CADES. Néanmoins, la position de liquidité de l'agence est renforcée par la collecte régulière de la CRDS et de la CGS versées sur les revenus d'activité et de remplacement, qui sont collectées par l'ACOSS et transférées à la CADES. 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. En outre, la CADES bénéficie de cinq accords d'activation de lignes de trésorerie, pour un montant total de 1,3 Md€.

Mécanismes de soutien à la liquidité efficaces et éprouvés

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.

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

Emetteur d’obligations sociales de premier plan, avec des émissions de référence

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.

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 1. Grilles de notation (*Qualitative scorecards - QS1 & QS2*)

### *Qualitative Scorecard 1* : Approche descendante

*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%) | Forte (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 (ministre des Finances; ministre chargé de la Sécurité sociale), ainsi que par le Parlement français et la Cour des Comptes. |
| Destination et activités (20%) | Forte (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%) | Forte (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 sociale à la CADES doit être accompagné de nouvelles recettes pour rembourser intégralement la dette sociale ainsi cantonnée. |
| **Approche retenue** | | **Descendante** |

Source : Scope Ratings

### *Qualitative Scorecard 2* : Intégration avec le sponsor public

*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-.

| Pilier analytique | Évaluation | Critères analytiques | Évaluation (score) | Raisonnement analytique |
|---|---|---|---|---|
| Contrôle et soutien régulier | Forte | Décisions stratégiques et opérationnelles | Forte (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 | Forte (100) | L'État exerce un contrôle étroit sur les organes de gouvernance de la CADES, dont le président exécutif est nommé par décret présidentiel. |
| | | Preuve d'un soutien financier | Forte (100) | Des mécanismes de soutien public sont intégrés dans les cadres législatifs relatifs à la CADES. |
| Probabilité de soutien exceptionnel | Forte | Importance stratégique | Forte (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 | Forte (100) | Absence de substitut potentiel ; une substitution hypothétique entraînerait très probablement d'importantes perturbations du système de protection sociale. |
| | | Implications d'un défaut | Forte (100) | Une défaillance hypothétique entraînerait des coûts financiers et réputationnels importants pour l'État et d'autres entités publiques. |
| **Ajustement indicatif** | | | **0** | |

Source : Scope Ratings

## Annexe 2. Tableau statistique

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Compte de résultat – résumé** (EUR m) | | | | | | | |
| Intérêts et produits assimilés | 874,5 | 613,7 | 555,4 | 725,8 | 787,8 | 237,4 | 223.2 |
| Intérêts et charges assimilées | -3 058,4 | -2 607,5 | -2 067,1 | -1 848,8 | -1 993,7 | -2 967,2 | -3,406.1 |
| Commissions (charges) | -22,8 | -8,0 | -27,0 | -42,5 | -45,9 | -22,1 | -15.6 |
| 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 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0.0 |
| Autres charges d'exploitation bancaire | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0.0 |
| **Produit net bancaire** | **-2 206,7** | **-2 001,6** | **-1 538,7** | **-1 165,5** | **-1 251,7** | **-2 752,0** | **-3,198.4** |
| Charges générales d'exploitation | -2,9 | -3,3 | -1,7 | -2,3 | -2,4 | -2,0 | -2.3 |
| Produits liés à la CRDS et à la CSG | 15 631,7 | 16 340,4 | 15 882,5 | 16 970,0 | 18 218,6 | 19 100,6 | 17,190.7 |
| Produits du Fonds de réserve pour les retraites | 2 100,0 | 2 100,0 | 2 100,0 | 2 100,0 | 2 100,0 | 2 100,0 | 2,100.0 |
| Provisions reprises pour créances | 79,5 | 0,1 | 9,9 | 66,0 | 44,0 | 20,2 | 58.4 |
| Autres produits d'exploitation | 5,7 | 2,5 | 2,0 | 3,2 | 0,4 | 0,4 | 0.0 |
| Charges liées à la CRDS et à la CSG | -155,1 | -159,9 | -143,5 | -150,5 | -140,7 | -153,4 | -159.0 |
| Dotation aux provisions sur créance | -6,8 | -23,0 | -221,9 | -7,5 | -7,4 | -8,6 | -0.8 |
| Autres charges d'exploitation | -1,6 | -2,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0.0 |
| **Résultat brut d'exploitation** | **15 443,8** | **16 253,0** | **16 088,6** | **17 813,4** | **18 960,8** | **18 305,3** | **15,988.6** |
| Produits exceptionnels | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0.0 |
| **Résultat de l'exercice** | **15 443,8** | **16253,0** | **16 088,7** | **17 813,4** | **18 960,8** | **18 305,3** | **15,988.6** |
| **Bilan – résumé** (EUR m) | | | | | | | |
| **Actif** | **5 077,9** | **6 071,9** | **13 845,0** | **11 731,9** | **10 622,6** | **8 304,8** | **13,004.2** |
| Caisse, banques centrales | 2 263,3 | 3 056,6 | 9 910,8 | 7 038,1 | 3,971,5 | 2 450,8 | 6,092.3 |
| Comptes de régularisation | 2 364,1 | 2 703,1 | 2 067,6 | 4 051,9 | 5,298,0 | 3 795,3 | 6,434.3 |
| Autres actifs | 450,5 | 312,2 | 1 866,6 | 641,8 | 1,353,1 | 2 058,7 | 477.6 |
| **Sous total endettement** | **110 343,5** | **95 077,7** | **106 774,2** | **126 845,8** | **146 776,0** | **153 380,4** | **150,870.7** |
| Dettes envers les établissements de crédit | 1 003,4 | 1 003,4 | 1 003,4 | 1 003,4 | 848,2 | 848,2 | 848.2 |
| Dettes représentées par un titre | 107 959,2 | 92 045,5 | 103 034,9 | 123 355,7 | 143 561,9 | 150 903,1 | 147,196.1 |
| Autres passifs | 447,6 | 1 214,6 | 354,8 | 1 508,7 | 1 411,5 | 503,0 | 1,607.0 |
| Comptes de régularisation | 933,3 | 814,3 | 2 381,1 | 978,1 | 954,4 | 1 126,1 | 1,219.4 |
| **Situation nette** | **-105 345,8** | **-89 092,8** | **-93 004,1** | **-115 190,8** | **-136 229,9** | **-145 156,2** | **-137,936.0** |
| Dotation en immeubles | 181,2 | 181,2 | 181,2 | 181,2 | 181,2 | 181,2 | 181.2 |
| Report à nouveau | -120 970,8 | -105 527,0 | -109 274,0 | -133 185,4 | -155 372,0 | -163 642,7 | -154,105.9 |
| Résultat | 15 443,8 | 16 253,0 | 16 088,7 | 17 813,4 | 18 960,8 | 18 305,3 | 15,988.6 |
| **Provisions** | **80,2** | **87,0** | **75,0** | **76,9** | **76,5** | **80,5** | **69.5** |

Source : CADES, Scope Ratings

### Analyste principal

Thomas Gillet
+49 30 278911-25
t.gillet@scoperatings.com

### Analyste secondaire

Brian Marly
+33 186 261 882
b.marly@scoperatings.com

### Responsable d'équipe

Alvise Lennkh-Yunus
+49 69 6677389-85
a.lennkh@scoperatings.com


## Recherches associées

Scope affirms France's long-term ratings of AA- and revises the Outlooks to Negative, September 2025
France: upcoming confidence vote raises further uncertainty over budgetary outlook, August 2025
France: multi-year budget plan supports fiscal outlook but great uncertainty remains, July 2025

## Méthodologie appliquée

Government Related Entities Rating Methodology, September 2025


### Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5, D-10785 Berlin
Phone: +49 30 27891-0
Fax: +49 30 27891-100
info@scoperatings.com

### Scope Ratings UK Limited

52 Grosvenor Gardens
London SW1W 0AU
Phone: +44 20 7824 5180
info@scoperatings.com

Bloomberg: RESP SCOP
Scope contacts
scoperatings.com


## Disclaimer

© 2025 Scope SE & Co. KGaA and all its subsidiaries including Scope Ratings GmbH, Scope Ratings UK Limited, Scope Fund Analysis GmbH, Scope Innovation Lab 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. Public Ratings are generally accessible to the public. Subscription Ratings and Private Ratings are confidential and may not be shared with any unauthorised third party.