

14 DEC 2021

## Fitch confirme la note 'AA' d'Action Logement Services ; la perspective est négative

Fitch Ratings - Paris - 14 Dec 2021: Fitch Ratings a confirmé la note de défaut émetteur (Issuer Default Rating – IDR) à long terme en monnaie locale et en devises 'AA' attribuées à Action Logement Services (ALS). La perspective est négative.

La confirmation reflète l'opinion inchangée de Fitch que l'Etat français (AA/Négative) fournirait un soutien adéquat à Action Logement Services (ALS) si nécessaire, ce qui est illustré par l'alignement des notes d'ALS sur celles de la France par Fitch, en ligne avec notre méthodologie de notation des entités liées à un gouvernement. La perspective négative reflète celle de la France.

### PRINCIPAUX FACTEURS DE NOTATION

Statut, mode de propriété et contrôle (« élevé »)

L'évaluation de ce facteur à « élevé » reflète l'implication de l'Etat à chaque niveau de l'organisation d'ALS. ALS est une société par actions simplifiée dont les statuts ont été approuvés par le décret publié le 19 décembre 2016. Action Logement Groupe (ALG) est l'actionnaire unique d'ALS comme indiqué dans ses statuts. En cas de dissolution d'ALS, ce qui nécessiterait l'accord de l'Etat par décret, l'ensemble de son patrimoine et de son passif serait automatiquement transféré à son actionnaire unique.

Le contrôle de l'Etat sur ALS passe par la présence de trois commissaires au Conseil d'administration d'ALS, nommés par les Ministères en charge du budget, de l'économie et du logement. Ces trois commissaires ont un droit de veto sur les décisions votées par le Conseil d'Administration s'ils les jugent contraires à la stabilité financière du groupe.

Les activités d'ALS sont réglementées par le Code du commerce, le code de la construction et de l'habitation ainsi que par le Code monétaire et financier. ALS est également soumis aux contrôles de l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution), de la Cour des Comptes et de l'ANCOLS (agence de l'Etat en charge de surveiller le secteur du logement social), qui publie chaque année un rapport sur la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC).

Les relations entre ALS et l'Etat sont également encadrées par la convention quinquennale couvrant la période 2018-2022. Cette convention définit notamment comment ALS peut utiliser les recettes de la PEEC.

Fitch estime qu'il est peu probable que les discussions en cours entre l'Etat et Action Logement sur une possible réforme du fonctionnement et/ou de la gouvernance du groupe affectent négativement les

notes d'ALS.

Historique de soutien (« très élevé »)

L'évaluation « très élevé » de ce facteur prend en compte la prévisibilité et la soutenabilité des recettes dont bénéficie ALS. La PEEC est la principale source de recettes d'ALS (suivie par les remboursements des prêts octroyés aux bailleurs sociaux et aux salariés). Il s'agit d'une contribution payée par les employeurs privés de 50 salariés ou plus de 0,45% de leur masse salariale. C'est une recette dynamique directement corrélée à la masse salariale totale en France. En conséquence, elle est également corrélée au cycle économique.

La PEEC est une ressource quasi-fiscale accordée à ALS par le parlement pour financer ses activités. Historiquement, chaque fois que l'Etat a modifié les bases de cette contribution, l'effet net sur ALS a été neutralisé par un avenant à la convention signée avec l'Etat, octroyant une compensation à ALS. La loi PACTE de mai 2019 a ainsi augmenté le plancher des entreprises contributrices de 20 à 50 employés, à compter du 1er janvier 2020. L'Etat a intégralement compensé ALS pour 2020.

En cas de ralentissement économique menant à une baisse des recettes de la PEEC pour ALS et à des difficultés financières pour cette dernière, l'Etat doit intervenir de par l'article 10 de la convention quinquennale. Fitch s'attend à ce que l'Etat amende la convention pour augmenter sa propre contribution à ALS ou réduire les objectifs de dépenses d'ALS.

Fitch considère qu'il n'y a aucune restriction légale ou réglementaire à un soutien de l'Etat en cas de besoin.

Conséquences socio-politiques d'un défaut (« élevé »)

L'évaluation de ce facteur à « élevé » reflète l'importance d'ALS pour le secteur du logement social en France. En effet, ALS est le deuxième prêteur du secteur après la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA/Négative), avec environ 5% de l'encours de dette du secteur. Les financements d'ALS sont attractifs pour les bailleurs sociaux dans la mesure où ALS a plus de marges de manœuvre que la CDC pour fixer ses conditions de prêts et que ceux-ci ne nécessitent pas une garantie (contrairement aux prêts de la CDC sur fonds d'épargne). La contrepartie des prêts d'ALS est un « droit de réservation » sur les futurs logements.

ALS finance également directement, via subventions, des politiques nationales telles que l'ANRU (Agence nationale pour la rénovation urbaine), le FNAP (Fonds national des aides à la pierre) ou le FNAL (Fonds national d'aide au logement). L'Etat demande ainsi régulièrement à ALS de verser des contributions exceptionnelles à ce dernier (500 millions d'euros en 2020, 1 milliard d'euros en 2021), lui permettant ainsi de limiter sa propre contribution.

Fitch considère que l'importance d'ALS pour le secteur du logement social est également illustrée par son plan d'investissement de 25,4 milliards d'euros sur la période 2018-2022.

Conséquences financières d'un défaut (« très élevé »)

Fitch considère ALS comme un véhicule de financement indirect de l'Etat, comme illustré par ses conditions de financement proche des autres grands opérateurs de l'Etat. Cela reflète l'assimilation d'ALS à l'Etat de par son modèle se reposant sur une recette quasi-fiscale afin de notamment financer des politiques nationales. Fitch comprend que l'externalisation par l'Etat du financement de certaines politiques publiques au sein d'ALS lui apporte une certaine flexibilité, dans la mesure où le budget et la dette d'ALS ne sont pas consolidés dans le budget de l'Etat.

ALS bénéficie en outre d'une présence sur les marchés financiers avec son programme EMTN de 6,2 milliards d'euros mis en place pour financer ses investissements et son émission inaugurale de 1 milliard d'euros en 2019 à échéance 2034, suivie par deux émissions de 1 milliard d'euros chacune en 2021 à échéance 2031 et 2041.

Fitch considère également qu'un défaut d'ALS sur une obligation financière pourrait avoir des conséquences négatives importantes pour le secteur du logement social et entraîner une hausse de son coût de financement, avec des conséquences indirectes pour l'Etat et ses autres grands opérateurs. Fitch considère donc que l'incitation pour l'Etat à empêcher un défaut d'ALS avant que celui-ci ne se produise est très élevée.

#### Performances opérationnelles

En 2020 ALS a affiché une perte nette de 1,9 milliard d'euros, après un résultat positif de 0,4 milliard d'euros en 2019. Cela reflète la montée en puissance de son plan d'investissement avec une hausse de 165% des subventions versées (0,9 milliard d'euros supplémentaire pour les bailleurs sociaux, 0,7 milliard d'euros pour les politiques publiques et 0,6 milliard d'euros pour les ménages), en ligne avec ses engagements auprès de l'Etat. Le résultat net d'ALS devrait rester négatif en 2021 compte tenu des investissements attendus, avant de se redresser progressivement. La tendance post-2022 dépendra largement de la prochaine convention quinquennale dont les négociations devraient s'ouvrir en 2022.

La qualité du portefeuille de prêts d'ALS reste solide, avec des prêts aux bailleurs sociaux et aux ménages représentant 74% de ses actifs en 2020, contre 70% en 2019. En termes de risque de crédit, Fitch considère le secteur du logement social comme un secteur peu affecté par le cycle économique avec un risque de crédit limité pour ALS. De même, les prêts aux ménages sont restés résilients pendant la crise avec un niveau de prêts non-performants inchangés par rapport à 2019.

### RÉSUMÉ DE LA NOTATION

Fitch considère ALS comme une entité liée à l'Etat français, la regardant « à travers » la société holding ALG qui n'a pas d'activités opérationnelles, et aligne ses notes sur ce dernier. ALS bénéficie d'un score de soutien de 45 points sur un total de 60 points selon la méthodologie de notation des entités liées à un gouvernement, ce qui reflète, selon Fitch, la volonté et les moyens de l'Etat français d'apporter un soutien extraordinaire à ALS en cas de besoin.

### FACTEURS DE SENSIBILITÉ DES NOTES

Un abaissement des notes résulterait de l'abaissement des notes de la France ou d'une évaluation plus

faible des facteurs liés à l'étroitesse du lien et à l'incitation de l'Etat à apporter un soutien et qui conduirait à un score inférieur à 45 points selon nos critères de notation des entités liées à un sponsor public.

La perspective pourrait être revue à stable si la perspective souveraine était également revue à stable.

### **Scénario le plus favorable et scénario le moins favorable**

Pour la notation sur l'échelle internationale des émetteurs relevant du champ des finances publiques, Fitch réalise un scénario le plus favorable et un scénario le moins favorable. Le scénario le plus favorable se définit comme le 99ème percentile de la matrice de transition des notes, avec une perspective de rehaussement de la note de trois crans dans un horizon de temps de trois ans. Le scénario le moins favorable se définit comme le 99ème percentile de la matrice de transition des notes, avec une perspective d'abaissement de la note de trois crans dans un horizon de temps de trois ans. Dans ces scénarios, les notes s'étalent de 'AAA' à 'D'. Le scénario le plus favorable et le moins favorable reposent sur les performances historiques des émetteurs. Pour plus d'informations sur la méthodologie utilisée par Fitch pour établir ses scénarios : <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>"

### **CONSIDÉRATIONS ESG**

Les facteurs ESG ont un très faible impact sur la qualité de crédit de l'émetteur, ce qui se reflète dans un score de 3.

### **NOTATION PUBLIQUE LIÉE À UNE AUTRE NOTE**

Les notes sont liées à l'Etat français.

### **PROFIL DE CRÉDIT**

ALS est le bras financier du groupe Action Logement, association gérée par les partenaires sociaux et dont le rôle principal est de fournir des logements abordables aux salariés français. Dans ce cadre, ALS est l'entité chargée de collecter la PEEC payée par les entreprises privées et d'en redistribuer les recettes sous forme de prêts et des subventions aux bailleurs sociaux et aux salariés.

### **Fitch Ratings Analysts**

#### **Nicolas Miloikovitch, CFA**

Associate Director

premier analyste

+33 1 44 29 91 89

Fitch Ratings Ireland Ltd 28 avenue Victor Hugo Paris 75116

#### **Ekaterina Kozlova**

Senior Analyst

deuxième analyste

+33 1 44 29 92 74

### **Maurycy Michalski**

Director

président du comité de notation

+48 22 330 6701

### **Media Contacts**

#### **Athos Larkou**

London

+44 20 3530 1549

athos.larkou@thefitchgroup.com

### **Applicable Criteria**

[Government-Related Entities Rating Criteria \(pub.30 Sep 2020\)](#)

[Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria \(pub.01 Sep 2021\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

### **Additional Disclosures**

[Solicitation Status](#)

### **Endorsement Status**

Action Logement Services    EU Issued, UK Endorsed

### **Disclaimer**

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK:

[HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, THE FOLLOWING [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/RATING-DEFINITIONS-DOCUMENT](https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document) DETAILS FITCH'S RATING DEFINITIONS FOR EACH RATING SCALE AND RATING CATEGORIES, INCLUDING DEFINITIONS RELATING TO DEFAULT. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS

OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. DIRECTORS AND SHAREHOLDERS RELEVANT INTERESTS ARE AVAILABLE AT [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/REGULATORY](https://www.fitchratings.com/site/regulatory). FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE OR ANCILLARY SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF PERMISSIBLE SERVICE(S) FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN ESMA- OR FCA-REGISTERED FITCH RATINGS COMPANY (OR BRANCH OF SUCH A COMPANY) OR ANCILLARY SERVICE(S) CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH RATINGS WEBSITE.

## Copyright

Copyright © 2021 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a

security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001

Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

## **Endorsement policy**

Fitch's international credit ratings produced outside the EU or the UK, as the case may be, are endorsed for use by regulated entities within the EU or the UK, respectively, for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019, as the case may be. Fitch's approach to endorsement in the EU and the UK can

be found on Fitch's [Regulatory Affairs](#) page on Fitch's website. The endorsement status of international credit ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.