



Inspection générale  
des affaires sociales  
RM2012-062P

# Contrôle des placements de la Caisse de retraite des personnels navigants professionnels de l'aéronautique civile

**RAPPORT DÉFINITIF**

Établi par

Yan-Gaël AMGHAR   Paulo GEMELGO   Pascal PENAUD   Vincent RUOL

Inspecteurs et inspecteurs généraux des affaires sociales

- Janvier 2013 -



## Synthèse

- [1] Dans le cadre d'une mission générale de contrôle des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission en annexe 1) une mission composée de Yann Gaël AMGHAR, Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD et Vincent RUOL a procédé au contrôle de la caisse de Retraite du Personnel Navigant Professionnel de l'Aéronautique Civile (CRPN ou CRPNPAC). Ce contrôle portait sur les exercices 2006 à 2011.
- [2] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 13 mars et le 09 mai 2012. La méthode de travail employée et la liste des personnes rencontrées figurent en annexe 2. La caisse a soumis ses observations à la mission le 17 septembre 2012. La réponse conjointe de la présidente, du vice-président et du directeur se trouve en annexe 14. Les observations de la caisse sont incluses dans le corps du rapport, de même que la réponse de la mission à ces observations ; elles figurent également en annexe 15 dans la forme où elles ont été communiquées à la mission. Enfin, les documents fournis par la CRPN à l'appui de ses observations sont reproduits en annexe 16.

### 1. LA CRPN COMPENSE LE DEFICIT TECHNIQUE DE SON REGIME DE RETRAITE PAR LES RESULTATS D'UN PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS D'ENVIRON TROIS MILLIARDS D'EUROS

- [3] Gérant à la fois un régime de retraite complémentaire et un régime de prévoyance la CRPN œuvre dans un cadre original, marqué par l'importance du groupe Air France dont les cotisations représentent 74% du total en 2010.
- [4] Profondément modifié en 2011, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2012, le régime de retraite connaît un déficit croissant qui atteint 119 M€ en 2011. Son histoire explique la constitution d'importantes réserves d'un montant au 31/12/2011 de 3,2 milliards d'euros en valeur comptable et 3,5 milliards en valeur de réalisation.

**Réponse de l'organisme :** *En 2011 le déficit du régime est de 69 M€ et le déficit du fonds de retraite est de 119 M€. A fin 2011, les réserves (immobilières et mobilières) s'élèvent à 3,85 milliards d'euros en valeur de réalisation.*

**Observation de la mission :** *Dont acte.*

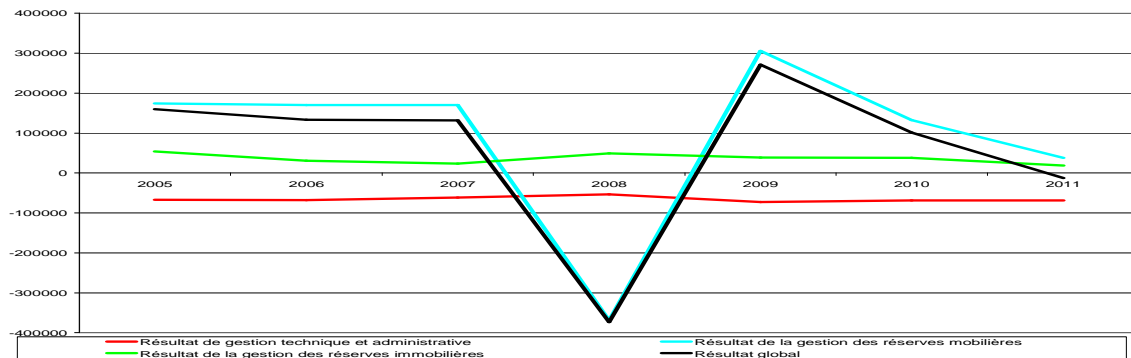
- [5] Le montant des réserves est élevé par rapport aux flux techniques de sorte que le résultat de la caisse est globalement déterminé par celui de ses placements.

Tableau 1 : Résultats de la gestion des réserves (k€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat réserves	227 412	200 796	193 537	-319 884	344 011	170 501	56 318
Résultat réserves mobilières	173 893	170 320	169 897	-369 262	305 190	132 545	37 790
Résultat réserves immobilières	53 519	30 476	23 640	49 378	38 821	37 957	18 527

Source : CRPN.

Graphique 1 : Résultats de la gestion technique, de la gestion immobilière et de la gestion financière



Source : IGAS, d'après données CRPN.

## 2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF ET DONNE TROP D'IMPORTANCE AU RENDEMENT

- [6] La réforme de 2011 met un terme à un système qui liait le pilotage annuel du régime au rapport constaté pendant l'année entre le montant des réserves et les prestations. Elle fixe le cadre de pilotage pour les premières années et confie à partir des années 2020 au conseil d'administration la tâche de fixer les règles de pilotage et d'assurer l'équilibre à long terme du régime.
- [7] Définie dans le cadre du règlement financier de 2004, la politique de placement fixe en principe des objectifs de gestion qui intègrent une dimension de gestion actif-passif avec la prise en compte des besoins de financement du régime et un couple rendement/risque.
- [8] En réalité, les études menées ne s'intéressent qu'à titre accessoire au passif. Une place insuffisante est accordée à l'étude des engagements de la caisse et en particulier aux hypothèses démographiques qui apparaissent optimistes.

**Réponse de l'organisme :** *Pour le conseil d'administration, la période de 2004 à mars 2008 a été marquée par les travaux de réflexion sur la réforme. Les hypothèses servant à la définition des « engagements » de la caisse ont été à plusieurs reprises débattues et décidées par le Conseil d'Administration au long de cette période, sur proposition de la Commission de réforme composée d'administrateurs. De mars 2008 à l'automne 2011, le conseil a été dans l'attente de la décision gouvernementale sur cette réforme.*

*Pour les études préalables à la revue de l'allocation stratégique, le conseil, sur proposition de la commission financière, s'est logiquement surtout fondé sur les hypothèses qu'il avait déjà convenues.*

*Le conseil est parfaitement conscient du fait que le facteur principal de sensibilité des réserves à long terme est l'emploi dans le transport aérien. La mortalité a fait l'objet d'études récentes et a été intégrée dans les dernières simulations présentées au conseil en mars 2012.*

*Les hypothèses relatives aux perspectives économiques globales et du secteur professionnel seront revues dans la prochaine étude. En tout état de cause, le nouvel article R.426-27-2 fournit le cadre dans lequel le conseil d'administration doit s'inscrire.*

**Observation de la mission :** *La critique de la mission porte précisément sur l'absence de lien entre projections de flux techniques et allocation stratégique. Les modèles d'allocation d'actifs de type Markowitz, tels qu'employés généralement dans les études de la caisse, sont des modèles d'actif seul. S'agissant du caractère optimiste des prévisions démographiques la correction non audité est postérieure à la période sous revue. La mission maintient donc son observation.*

[9] La politique de placement se limite à une allocation stratégique assortie d'indices de références. Il y manque des éléments structurants, en particulier :

- Des règles relatives aux produits admis et interdits ;
- Des critères de choix entre actifs admis au sein de l'allocation stratégique ;
- Des modalités de gestion des différentes poches.

[10] Elle est principalement orientée vers la performance au détriment de la prise en compte du risque. Pour ce dernier il n'existe pas de cible globale équivalente à celle du rendement, il y est rarement fait allusion dans les documents fournis, et l'allocation stratégique n'est pas assortie d'un niveau de risque cible par classe d'actifs.

[11] Enfin des décisions stratégiques comme le choix d'une gestion active ne sont pas discutées par le conseil d'administration.

### **3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST MARQUEE PAR UNE INFORMATION INSUFFISANTE DES ADMINISTRATEURS, UN CONTROLE INTERNE PERFECTIBLE, ET L'ABSENCE DE PROCEDURE FORMALISEE DE MISE EN CONCURRENCE DES INTERVENANTS EXTERNES**

[12] L'information des administrateurs sur les comptes est perfectible, elle est, s'agissant des risques insuffisante. Deux points sont à cet égard significatifs. Il leur est présenté un tableau de ventilation des placements selon les catégories réglementaires qui est inexact. Il n'est pas répondu aux questions posées sur le niveau de risque ou les réponses faites en sous-estiment le niveau.

**Réponse de l'organisme :** *Le tableau de ventilation des placements présenté aux administrateurs est fondé sur la lecture directe du texte des 2° et 8° du I de l'article R 623-3 du code de la SS.*

**Observation de la mission :** *La caisse ne répond pas à l'observation de la mission : il devrait être possible aux services de la caisse de produire simultanément un tableau réglementaire et un tableau ventilant les risques par nature et non par catégorie juridique*

**Réponse de l'organisme :** *Les EMTN, simples comme structurés, ne sont juridiquement pas des BMTN, n'ont pas de réglementation particulière dans le code monétaire et financier et, conformément à la pratique des sociétés de gestion dans leur prospectus agréés par l'AMF, ils ont été assimilés à des obligations (2° du I du R.623-2).*

**Observation de la mission :** *Sur le fond, le classement des EMTN en obligations ne permet pas d'un point de vue technique de caractériser le risque porté par l'instrument financier. Un tel classement risque d'induire en erreur le conseil d'administration qui pourrait croire – à tort – que la caisse n'est exposée qu'aux risques traditionnellement portés par les obligations.*

*La caisse fait observer qu'elle ne considère pas les EMTN comme des BMTN. Ces instruments ne sont donc pas admissibles au titre du 4° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. La caisse assimile ces instruments à des obligations, qui sont admissibles au titre du 2° de l'article précité. Or la caisse ne démontre pas le caractère obligataire de ces instruments. En particulier, s'agissant de produits structurés émis par des sociétés commerciales, les dispositions du code monétaire et financier, et notamment les articles L. 213-5 et R. 213-15 s'appliquent. Or ces dispositions ne sont pas respectées par les EMTN :*

*- en premier lieu, les « obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale » (Comofi, art. L. 213-5). Un programme EMTN peut comporter plusieurs tranches présentant des caractéristiques différentes ;*

*- en second lieu, les émissions obligataires doivent respecter les dispositions des articles R. 228-57 à R. 228-86 du code de commerce (Comofi, art. R. 213-15). La caisse devrait ainsi justifier des noms et adresse des représentants de la masse obligataire (C. Comm., art. L. 228-46 et s., art. R. 228-64), de la publicité des*

*conditions d'émission de l'EMTN (C. Comm., art. R. 228-57) etc...*

*La caisse ne considérant pas que les EMTN détenus sont des BMTN mais n'apportant pas d'élément juridique à l'appui de son classement de ces instruments comme des obligations, la mission maintient son observation*  
*La caisse invoque d'elle-même une proximité de pratiques plus grande avec le secteur des sociétés de gestion d'actifs financiers plutôt qu'avec les organismes assureurs, ce qui ne paraît pas la référence pertinente pour une caisse de retraite en terme prudentiel mais qui confirme bien les observations faites par ailleurs sur les caractéristiques de sa gestion.*

- [13] Dans ce contexte la commission financière puis le conseil d'administration entérinent les propositions des services et ne les discutent pas.
- [14] Le contrôle interne s'agissant des placements financiers est perfectible et une démarche de refonte globale entreprise devrait conduire à remédier aux défauts constatés. Des efforts réels de suivi sont faits mais ils portent sur le coût de gestion et non sur le risque de conformité. De même les conventions de gestion des OPCVM dédiés encadrent de manière trop lâche les gérants. De ce fait les conventions ne les obligent pas à respecter les dispositions réglementaires ou prévues dans le règlement financier de la caisse.
- [15] La CRPN ne dispose pas d'un cadre réglementaire comptable qu'il appartient à la tutelle de fixer. Par ailleurs, la caisse s'est tardivement aperçue qu'elle est soumise à l'ordonnance de 2005 transposant les directives relatives aux marchés publics qu'elle n'applique pas, ce qui devra être fait.
- [16] Enfin, on note que les recommandations prudentielles des études ne sont pas suivies d'effet alors que celles qui vont dans le sens d'une plus grande exposition au risque le sont plus volontiers.

**Réponse de l'organisme :** *Cette observation de la mission semble faire référence à la préconisation faite par l'actuaire P. Laversanne en pleine crise financière de l'automne 2008. Il avait mentionné que la baisse des actions dans l'allocation stratégique devait être progressive (sur plusieurs années). En décidant de retenir une enveloppe de 30% pour les actions, le conseil a suivi la recommandation émise par la Commission financière. Globalement, sur la période 2009-2012, cette décision a plutôt été pertinente et elle a été confortée début 2011 par l'analyse du cabinet Altia.*

**Observation de la mission :** *Le rapport traite de ce sujet au chapitre 3.5 (paragraphes [222] et suivants) de manière explicite. Sans adhérer à l'ensemble des préconisations formulées par les études de 2005 et 2008, les observations faites montrent de manière documentée que les recommandations allant dans le sens d'une exposition au risque (ou une réduction de la prudence) sont plus volontiers mises en œuvre que celles allant dans le sens contraire. Observation maintenue.*

#### **4. ELLE TRADUIT UNE POLITIQUE DE GESTION ACTIVE DU PORTEFEUILLE NE RESPECTANT PAS LA REGLEMENTATION ET LE REGLEMENT FINANCIER QUI COMPORTE DES CHOIX TROP RISQUES.**

- [17] La politique de placement mise en œuvre correspond à une gestion active marquée par le biais en faveur de la performance précité.
- [18] Les portefeuilles détenus sont plus volatiles que les indices de référence ce qui permet en période favorable de « sur-performer » l'indice mais est susceptible en dehors de générer des pertes conséquentes.
- [19] Les taux de rotation sont importants et, pour une part, dus à des « allers et retours » sur des actifs dont il n'est pas prouvé que la recherche d'un rendement à court terme qu'ils traduisent permette d'atteindre un rendement à long terme. La question de la comptabilité avec l'objet de la caisse et les dispositions de son règlement financier se pose.

**Réponse de l'organisme :** *Les observations sur les taux de rotation importants et la recherche d'un rendement à court terme sont fondées sur des analyses chiffrées qui présentent à notre sens des erreurs et nécessitent des retraitements (cf. réponse au paragraphe [239] du rapport).*

**Observation de la mission :** *Comme le montre la réponse faite au paragraphe [239] les données sont celles fournies par la caisse dans ses rapports d'activité ; si elle les estime biaisées la mission invite la caisse à revoir l'information qu'elle présente. Par ailleurs si la caisse critique les ratios retenus, elle ne fait pas le travail permettant d'apprécier les évolutions du taux de rotation selon une autre méthode pendant la période et limite sa démonstration aux seules obligations. Les observations sont maintenues. La mission note avec satisfaction des observations de la caisse que celle-ci sera à l'avenir en mesure de présenter au conseil d'administration des analyses détaillées et sur longue période des taux de rotation par classe d'actifs.*

[20] Les règles prudentielles réglementaires ne sont pas sans ambiguïtés s'agissant :

- d'une part de leur application aux actifs détenus dans les fonds (doivent-ils respecter les règles qui régissent les actifs détenus en direct ?) ;
- d'autre part de l'applicabilité des règles de dispersion aux FCP coordonnés dépourvus de personnalité morale.

[21] La mission a considéré dans une optique prudentielle que la gestion externalisée ne modifie pas le niveau de risque des actifs et que le fond de la réglementation doit, en cas de doute, prévaloir sur la forme juridique. Elle a par ailleurs considéré que, sur le premier point, la rédaction du règlement financier veut dire qu'il entend appliquer aux placements en gestion délégué les règles prudentielles applicables à la caisse.

[22] Dans ce cadre la mission estime que 7% du portefeuille détenu au 31/12/2011, soit 208 M€, correspondent à des placements non admissibles.

Tableau 2 : Actifs non conformes selon l'analyse faite par la mission, Portefeuille au 31/12/2011(k€)

	Classement CRPN	Valeur brute	Dépréciations	Valeur nette	Type de l'OPCVM	Classification AMF
GALAXIE	R 623-3-8°	55 309	-6 093	49 216	Dédié	diversifié
ARIANE ASIE FCP	R 623-3-8°	47 419		47 419	Dédié	actions internationales
FF ASIAN AGRESSIVE	R 623-3-8°	25 091	-488	24 602	non dédié	actions internationales
LYXOR ETF MSCI AC ASIA-PACIFIC	R 623-3-7°	15 009		15 009	non dédié	actions internationales
CONVICTIONS PREMIUM – S	R 623-3-8°	14 797	-1 624	13 173	non dédié	diversifié
SOURCE EMERG MARKET MSCI	R 623-3-7°	11 672	-235	11 437	non dédié	actions internationales
ABERDEEN GLOBAL EMERGING MARKETS	R 623-3-8°	10 293	-79	10 214	non dédié	actions internationales
EXANE ARCHIMEDES FUND A	R 623-3-8°	10 000		10 000	non dédié	diversifié
EMTN EURIB +1.30% IXIS CIB	R 623-3-2°	6 000	-1 910	4 091		
EXANE CERES FUNDS A	R 623-3-8°	5 000		5 000	non dédié	diversifié
EXANE TEMPLIERS FUND A	R 623-3-8°	5 000		5 000	non dédié	diversifié
ZEPHYR	R 623-3-8°	2 258	-621	1 637	Dédié	diversifié
CS ALPHA JET	R 623-3-8°	290	-145	145	Dédié	diversifié
<b>TOTAL</b>		<b>208 137</b>	<b>-11 195</b>	<b>196 942</b>		

Source : Données : CRPN

**Réponse de l'organisme :** *Selon notre analyse, le tableau 2 (identique au tableau 21) comprend les actifs suivants :*

- 5 OPCVM d'actions internationales remplissant les conditions des articles R 623-3-8° et R 623-6 pour une valeur totale de 108 681 k€ ;
  - 5 OPCVM diversifiés (4 agréés AMF et 1 fonds contractuel) remplissant les conditions des articles R623-3-8° et R 623-6 pour une valeur totale de 82 389 k€ ;
  - 1 EMTN assimilé à une obligation (cf supra [12]) pour une valeur de réalisation de 4 091k€.
- Sauf événement particulier, dans l'intérêt de la Caisse, ce dernier titre sera détenu jusqu'à son échéance (2014) ;*
- 2 fonds de fonds de multi gestion alternative, répondant au temps de leur constitution aux conditions réglementaires, en liquidation avancée, pour une valeur résiduelle de 1 782 k€,

**Analyse sur les fonds contractuels et fonds à règles d'investissement allégées :**

*Le décret 2004-460 du 27 mai 2004, corrigeant de petites erreurs rédactionnelles du décret 2002-1314, indiquait à l'article R.623-6 que « en application des 5° et 8° de l'article R.623-3, les caisses... sont autorisées à détenir les actions de Sicav et parts de Fcp régis par les sous-sections 1 à 6 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du CMF ». La sous-section 6, dont la rédaction avait été fixée par l'article 63 de la loi 2003-706 du 1er août 2003 (dite de sécurité financière) incluait les fonds à règles d'investissement allégées et les fonds contractuels. Cette sous-section a ensuite été renumérotée en sous-section 9 par l'ordonnance 2005-429. En résumé, l'analyse de la CRPN est qu'elle était habilitée à souscrire des parts de fonds à règles d'investissement allégées et de fonds contractuels.*

*Le décret 2011-922 du 1er août 2011 a modifié la rédaction du 6° du I de l'article R.623-3 en actualisant les références au CMF, mais en faisant disparaître la mention de l'article équivalent à la sous-section 9 (L.214-36 et suivants).*

**Notre analyse est donc que les actifs mentionnés aux tableaux 2 et 21 ont été conformes à la réglementation au moment de leur acquisition.** *Ceux qui ne le seraient plus en vertu d'une évolution postérieure de la réglementation sont soit en liquidation, soit en attente de leur échéance et ne seront évidemment pas renouvelés. Aucun nouveau fonds contractuel n'a été mis en place par la CRPN depuis la publication du décret 2011-922.*

**Observation de la mission :** *Le cas des EMTN a déjà été discuté supra. La mission estime que les OPCVM cités dans le tableau 2 ne sont pas admissibles car, d'une part, ils détiennent des instruments financiers qui ne pourraient être détenus directement par la caisse et, d'autre part, le règlement financier de la caisse impose aux fonds dédiés de respecter la réglementation qui lui est directement applicable.*

*En d'autres termes, les OPCVM et EMTN cités dans le tableau ne sont pas admissibles en application du principe de transparence prévu dans le règlement de la caisse pour les OPCVM dédiés. La mission maintient son observation.*

[23] L'analyse de ce point technique figure en partie 4 du rapport et plus encore en annexe 10.

[24] Globalement, les choix et objectifs de gestion conduisent la caisse à des prises de risques qui ne paraissent pas opportunes pour une caisse gérant un organisme de retraite par répartition. La caisse ne paraît pas en mesure de réellement comprendre et valoriser certains des produits qu'elle a acquis. L'objectif de décorrélation des risques attendu de la gestion diversifiée n'a pas été atteint.

[25] Au total la mission constate que le caractère central donné au rendement, par comparaison à des indices de référence et sans définition de niveaux de risques admissibles, dans la politique de placement conduit la caisse pour atteindre ces objectifs à avoir une gestion présentant des risques excessifs au regard de sa mission. Des placements en pourcentage limité dans le portefeuille lui apparaissent aussi non-conformes à la réglementation.

[26] Elle recommande à la caisse de respecter la réglementation et d'en adopter une vision large, en particulier de l'appliquer en transparence et avec une vision protectrice des règles de dispersion. Elle fait aussi des propositions techniques allant dans le même sens (cf. liste des recommandations en fin de rapport).



Globalement les réponses faites par la caisse portent sur peu de points du constat et ne conduisent pas à modifier le rapport provisoire. La mission a noté un contraste entre la lettre d'accompagnement qui indique que la caisse « *va s'inscrire dans le cadre de l'ensemble des 18 recommandations formulées et ce, dans les meilleurs délais* » et certaines réponses, notamment sur la portée du règlement financier qui par le souci de défendre la gestion sous revue peuvent laisser penser que la caisse ne reprendrait pas à son compte la nécessité d'appliquer la réglementation à la fois aux actifs détenus en direct et à ceux détenus par des fonds dédiés. La mission fait l'hypothèse que le contenu de la lettre d'accompagnement prévaut elle attire toutefois sur ce point l'attention de la tutelle qui devra, tant que la réglementation n'est pas clarifiée sur ce point, veiller à ce que les règlements financiers le prévoient.

**Par ailleurs, le rapport définitif est produit à un moment où la mission a pu faire des contrôles de même nature dans d'autres caisses. Cette dimension comparative ne modifie en rien le constat fait et les propositions qui s'ensuivent. Elle permet toutefois de noter que dans des domaines qui font l'objet de critiques et de propositions d'amélioration (que la mission confirme) les performances de la CRPN sans être les meilleures rencontrées ne sont pas parmi les moins bonnes :**

- **les prises de risque de la CRPN et le recours à des actifs non éligibles à la détention directe et particulièrement risqués ont été nettement moindres que dans d'autres caisses contrôlées par la mission ;**
- **le suivi des frais est parmi les meilleurs rencontrés ;**
- **une réelle démarche de mise en place d'un contrôle interne était en cours à la date des investigations ;**
- **les règles déontologiques sont parmi les plus abouties.**

## Sommaire

<b>SYNTHESE .....</b>	<b>3</b>
1. LA CRPN COMPENSE LE DEFICIT TECHNIQUE DE SON REGIME DE RETRAITE PAR LES RESULTATS D'UN PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS D'ENVIRON TROIS MILLIARDS D'EUROS.....	3
2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF ET DONNE TROP D'IMPORTANCE AU RENDEMENT.....	4
3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST MARQUEE PAR UNE INFORMATION INSUFFISANTE DES ADMINISTRATEURS, UN CONTROLE INTERNE PERFECTIBLE, ET L'ABSENCE DE PROCEDURE FORMALISEE DE MISE EN CONCURRENCE DES INTERVENANTS EXTERNES.....	5
4. ELLE TRADUIT UNE POLITIQUE DE GESTION ACTIVE DU PORTEFEUILLE NE RESPECTANT PAS LA REGLEMENTATION ET LE REGLEMENT FINANCIER QUI COMPORTE DES CHOIX TROP RISQUES. ....	6
<b>RAPPORT .....</b>	<b>13</b>
1. LA CRPN COMPENSE LE DEFICIT TECHNIQUE DE SON REGIME DE RETRAITE PAR LES RESULTATS D'UN PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS D'ENVIRON TROIS MILLIARDS D'EUROS.....	13
1.1. <i>La gestion du régime de retraite complémentaire est la principale mission de la caisse ..</i>	13
1.1.1. La caisse gère principalement un régime de retraite complémentaire et un régime de prévoyance .....	13
1.1.2. Le cadre institutionnel classique de la CRPN se distingue par une réglementation spécifique portée par le code de l'aviation civile.....	14
1.2. <i>Le régime de retraite complémentaire obéit à des règles spécifiques et connaît un déficit technique.....</i>	14
1.2.1. Le régime a été profondément modifié en 2011 .....	14
1.2.2. Le fonds de retraite connaît un déficit croissant qui a atteint 119 M€ en 2011 .....	16
1.3. <i>Les réserves dépassent trois milliards d'euros fin 2011, les résultats de leur gestion déterminent largement celui de la caisse .....</i>	18
1.4. <i>La ventilation des placements a sensiblement évolué depuis la crise de 2008.....</i>	20
1.5. <i>La gestion des placements de la caisse est partiellement déléguée.....</i>	21
2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF ET DONNE TROP D'IMPORTANCE AU RENDEMENT.....	22
2.1. <i>Le pilotage du régime a été récemment déconnecté de l'évolution annuelle du niveau des réserves.....</i>	22
2.1.1. Jusqu'à la réforme de 2011, le pilotage annuel du régime était fondé sur le rapport annuel entre les montants des réserves et des prestations.....	23
2.1.2. Les nouvelles règles du régime sont nettement dissociées de l'évolution du niveau des réserves.....	25
2.2. <i>Pendant la période contrôlée, les besoins de financement et la politique des placements ne sont pas suffisamment rapprochés.....</i>	26
2.2.1. La politique de placement a été définie dans le règlement financier de 2004.....	26
2.2.2. Les études ne s'intéressent qu'à titre accessoire au passif de la caisse .....	27
2.2.3. La politique fixée ne tient pas assez compte des besoins du passif.....	30

2.3. La politique de placements est limitée à une allocation stratégique assortie d'indices de référence.....	34
2.3.1. La politique de placements se réduit à la définition d'une allocation stratégique et d'indices de référence.....	34
2.3.2. La méthode de définition de cette allocation est discutable.....	35
2.3.3. L'allocation stratégique et les indices de référence ne suffisent pas à définir la politique de placements.....	36
2.4. La politique est principalement orientée vers la performance, au détriment de la prise en compte du risque.....	37
2.4.1. Une politique essentiellement axée sur la rentabilité.....	37
2.4.2. Une insuffisante prise en compte des risques.....	39
2.4.3. L'allocation stratégique n'est pas assortie d'une cible de niveau de risque pour chaque classe d'actifs.....	39
2.5. Des décisions stratégiques non discutées par le conseil d'administration.....	43
3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST MARQUEE PAR UNE INFORMATION INSUFFISANTE DES ADMINISTRATEURS, UN CONTROLE, INTERNE PERFECTIBLE, ET L'ABSENCE DE PROCEDURE FORMALISEE DE MISE EN CONCURRENCE DES INTERVENANTS EXTERNES.....	45
3.1. L'information des administrateurs sur les comptes et les risques est insuffisante.....	45
3.1.1. Un conseil d'administration peu au fait des risques auxquels la caisse s'expose.....	45
3.1.2. L'information des administrateurs sur les comptes pourrait être améliorée.....	49
3.1.3. Les administrateurs entérinent largement les propositions des services.....	50
3.2. La nécessaire mise à niveau du contrôle interne a été entamée en 2012 et devrait avoir un impact favorable sur la gouvernance.....	54
3.3. Les efforts de suivi ont porté sur les coûts de gestion sans s'intéresser au risque de conformité.....	56
3.3.1. Les conventions de gestion des OPCVM dédiés encadrent de manière trop lâche les gérants.....	57
3.3.2. La caisse suit les frais supportés par ses OPCVM dédiés.....	59
3.4. La caisse ne respecte pas les obligations de publicité et de mise en concurrence que lui impose la réglementation européenne transposée par l'ordonnance du 6 juin 2005.....	60
3.5. Les préconisations prudentielles des études ne sont pas suivies d'effets.....	63
4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT TRADUIT UNE POLITIQUE DE GESTION ACTIVE DU PORTEFEUILLE QUI NE RESPECTE PAS LA REGLEMENTATION ET COMPORTE DES CHOIX TROP RISQUES.....	63
4.1. Le biais en faveur de la performance de la politique définie se traduit particulièrement dans certains choix d'une gestion active du portefeuille.....	63
4.1.1. Des portefeuilles plus volatiles que les indices de référence susceptibles d'engendrer des pertes conséquentes.....	63
4.1.2. Une gestion active se traduisant par des taux de rotation importants.....	67
4.1. Au 31/12/2011 la mission estime que 7% du portefeuille, soit 208 M€, correspondent à des placements non admissibles.....	71
4.1.1. Une vérification insuffisante des critères d'admissibilité des actifs.....	71
4.1.2. La réglementation n'est pas respectée.....	72
4.1.3. La caisse ne respecte pas son règlement financier.....	74
4.2. Des prises de risques qui ne paraissent pas opportunes pour une caisse gérant un régime de retraite par répartition.....	79
4.2.1. La caisse est incapable d'évaluer la valeur de certains des actifs financiers qu'elle détient.....	79
4.2.2. Les choix et objectifs de gestion introduisent des risques inadaptés et incontrôlés.....	80

**LISTE DES RECOMMANDATIONS ..... 83**

## Rapport

[27] Dans le cadre d'un contrôle général des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission en annexe 1) une mission composée de Yann Gaël AMGHAR, Paulo GEMELGO, Pascal PENAUD et Vincent RUOL a procédé au contrôle de la caisse de Retraite du Personnel Navigant Professionnel de l'Aéronautique Civile (CRPN ou CRPNPAC). Ce contrôle portait sur les exercices 2006 à 2011.

[28] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 13 mars et le 09 mai 2012<sup>1</sup>. La méthode de travail employée et la liste des personnes rencontrées figurent en annexe 2.

### **1. LA CRPN COMPENSE LE DEFICIT TECHNIQUE DE SON REGIME DE RETRAITE PAR LES RESULTATS D'UN PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS D'ENVIRON TROIS MILLIARDS D'EUROS**

#### ***1.1. La gestion du régime de retraite complémentaire est la principale mission de la caisse***

[29] La mission principale de la caisse est de gérer un régime de retraite complémentaire dans un cadre original, marqué par l'importance de règles propres relevant du code de l'aviation civile.

[30] On notera que ce régime est marqué par l'importance d'un employeur le groupe Air France dont les cotisations représentent 74% du total en 2010.

#### **1.1.1. La caisse gère principalement un régime de retraite complémentaire et un régime de prévoyance**

[31] La CRPN assure la gestion de deux régimes distincts :

- le régime de prévoyance verse des indemnités en capital en cas de décès en accident aérien ou reconnu imputable au service aérien et en cas d'inaptitude définitive avec imputabilité au service aérien. Il est issu du Fonds de Prévoyance de l'Aéronautique Commerciale, créé par la loi du 30 mars 1928 pour venir en aide aux victimes d'accidents aériens ou à leurs ayants-droit : veuves, enfants, parents à charge ;
- le régime de retraite complémentaire, qui représente aujourd'hui l'essentiel des prestations et cotisations, est issu de la loi du 27 avril 1951.

[32] En termes financiers, cette mission se traduit par l'existence de quatre fonds :

- le fonds de retraite ;
- le fonds de majoration, sert des majorations temporaires de pensions pour les retraités ayant liquidé leur pension avant d'avoir atteint l'âge légal de la retraite dans le régime général ;
- le fonds d'assurance, finançant le versement des indemnités en capital en cas de décès en accident aérien ou reconnu imputable au service aérien et en cas d'inaptitude définitive avec imputabilité au service aérien ;

---

<sup>1</sup> La mission n'a pu avoir accès aux dossiers du commissaire aux comptes que le 14 juin 2012

- un fonds d'action sociale<sup>2</sup>.

[33] L'intitulé et le périmètre du fonds de retraite et du fonds de majoration ont été modifiés au 1er janvier 2012. Avant cette date, le fonds de majoration, dénommé « fonds spécial » versait, outre les majorations temporaires, les compléments de pension en cas de décès ou d'incapacité permanente totale suite à un accident aérien survenu en service ou à une inaptitude définitive avec imputabilité au service aérien. Ces prestations sont maintenant versées par le fonds de retraite.

### **1.1.2. Le cadre institutionnel classique de la CRPN se distingue par une réglementation spécifique portée par le code de l'aviation civile**

[34] La législation applicable à la caisse et aux régimes qu'elle gère figure principalement dans le code de l'aviation civile (CAC), mais certaines dispositions sont présentes dans le code des transports et les renvois au code de la sécurité sociale (CSS) sont nombreux.

[35] La CRPN est placée sous la tutelle du ministre de la sécurité sociale. Toutefois, les décisions relatives aux régimes ou à la caisse relèvent d'arrêtés des ministres de la sécurité sociale et du budget, mais aussi, dans certains cas, d'un arrêté conjoint des ministres chargés du budget, de la sécurité sociale et de l'aviation civile (règles de validation des périodes de suspension de l'activité de navigant) ou encore du ministre de l'aviation civile ou du ministre de l'aviation civile et du ministre en charge des industries aéronautiques (composition du conseil d'administration).

[36] Le conseil d'administration compte onze représentants des employeurs (dont deux au titre des ministères employeurs de personnel navigant professionnel – ministère de l'aviation civile et ministère de la défense), désignés par arrêté, et onze représentants élus des affiliés (huit au titre des salariés et trois au titre des retraités). Président et vice-président sont élus pour cinq ans à la majorité des deux-tiers. Traditionnellement, il est présidé par un représentant des employeurs et le vice-président est issu de ceux des affiliés. Il n'y a pas de rotation organisée de ces deux postes.

### **1.2. Le régime de retraite complémentaire obéit à des règles spécifiques et connaît un déficit technique**

[37] Le régime de retraite complémentaire des personnels navigants est un système par répartition assez différent de ceux des autres salariés. Il connaît un déficit technique.

#### **1.2.1. Le régime a été profondément modifié en 2011**

[38] Sont affiliés aux régimes les membres du personnel navigant professionnel civil salarié, qui comprend plusieurs catégories : personnel navigant technique (PNT), personnel navigant commercial (PNC), personnel des essais et réceptions, personnel du travail aérien.

[39] Il s'agit d'un régime complémentaire en répartition, où les droits sont calculés en fonction d'un salaire de référence indexé et d'un nombre d'annuités. Il a été profondément réformé par le décret n° 2011-1500 du 10 novembre 2011, qui entre en vigueur progressivement depuis le 1er janvier 2012.

---

<sup>2</sup> Aux termes de l'article R. 426-26 du code de l'aviation civile (CAC), l'action sociale consiste en une « aide individuelle en faveur d'anciens navigants ou de leurs ayants droit ou des personnes qui étaient à charge des navigants ou d'anciens navigants lors du décès de ceux-ci. Cette action sociale pourra revêtir la forme de financement accordé à des établissements ou services assurant l'hébergement des retraités, l'aide à la dépendance partielle ou totale, l'hébergement en foyers pour handicapés, l'aide aux enfants handicapés ayants droit ».

- [40] Le fonds de retraite est financé par des cotisations assises sur les salaires dans la limite de huit fois le plafond annuel de la sécurité sociale (PASS). Le taux contractuel de ces cotisations était de 18% : les deux-tiers, soit 12%, pour l'employeur, et un tiers, soit 6%, pour le salarié jusqu'en 2011. Il est passé à 21,3% en 2012 : 36% pour le salarié et 64% pour l'employeur, soit des taux de respectivement 7,668 et 13,632%). Un taux d'appel est appliqué à ce taux contractuel, en fonction de la situation financière : 101% en 2012,
- [41] Jusqu'en 2011, les deux autres fonds étaient financés par des cotisations assises sur le salaire dans la limite de 8 PASS, dont les taux étaient librement fixés par le conseil d'administration et s'établissaient globalement à 4% en 2011. Depuis le 1er janvier 2012, elles ont été remplacées par une cotisation dans la limite du PASS (taux compris entre 0,68 et 1,08%) pour le fonds de majoration et une cotisation dans la limite de 8 PASS (taux compris entre 0,1 et 0,5%) pour le fonds spécial ; le taux est fixé au sein de ces fourchettes par le conseil d'administration. Une bascule de cotisations a donc été opérée des deux fonds très fortement excédentaires vers le fonds de retraite.
- [42] Le droit à une pension à taux plein est ouvert aux conditions suivantes :
- un âge de 55 ans ou une durée validée de 30 annuités<sup>3</sup>,
  - et une somme de l'âge et du nombre d'années validées égale ou supérieure à 80<sup>4</sup>.
- [43] Avant 2012 prévalaient une condition d'âge qui était de 50 ans<sup>5</sup> et une durée validée minimale, comprise entre 25 et 30 annuités et dépendant du facteur N, correspondant au nombre d'années de prestations de retraite en réserve<sup>6</sup>.
- [44] Si les conditions du droit à une pension à taux plein ne sont pas réunies :
- à partir de 2012, le droit à la pension de la CRPN est ouvert dès lors que l'assuré atteint 50 ans et a validé vingt annuités<sup>7</sup> (ou a atteint l'âge maximal d'exercice de l'activité de pilote prévue par l'article L. 6521-4 du code des transports). Une décote de 5% par année manquante est désormais appliquée ;
  - avant 2012, l'affilié ne remplissant pas la condition de durée d'activité pour obtenir une retraite à taux plein pouvait obtenir une retraite dite « proportionnelle », soit sans condition de durée d'activité s'il avait 60 ans, soit à partir de 50 ans sous condition d'une durée validée minimale dépendant de son âge et du facteur N<sup>8</sup>. S'il ne justifiait pas de la durée validée nécessaire pour obtenir une retraite proportionnelle, une pension proportionnelle pouvait être prise à partir de 50 ans, avec un coefficient d'anticipation dépendant de la durée d'activité et de l'équilibre du régime.
- [45] Le niveau de la pension dépend :
- du salaire moyen indexé de carrière, calculé sur les 25 meilleures années. Pour les affiliés ayant cotisé plus de 25 années, cette référence est majorée de façon à tenir compte des années de rémunération supplémentaires. Dans le cadre de la réforme de 2011, à terme, le mode de

<sup>3</sup> Ces bornes sont de 50 ans et 6 mois et 26 annuités pour une liquidation en 2012, et s'élèvent graduellement pour atteindre 30 annuités en 2020 et 55 ans en 2021.

<sup>4</sup> Ce seuil est de 76 pour une liquidation en 2012, et atteindra 80 en 2020.

<sup>5</sup> Pour un affilié ayant la durée nécessaire pour le taux plein, la pension à taux plein pouvait être prise par anticipation à partir de 45 ans, en appliquant un coefficient de minoration dépendant de l'âge de liquidation (de 0,65 par exemple pour une liquidation à 45 ans).

<sup>6</sup> La durée validée minimale était égale à 32 - N et comprise entre 25 et 30.

<sup>7</sup> Cette durée était de 15 ans auparavant et est de 16 ans pour une liquidation en 2012, et s'élève graduellement pour atteindre 20 ans en 2020.

<sup>8</sup> Le nombre d'annuités minimal était égal à 82 - N - âge, ou 75 - âge si N était supérieur à 7.

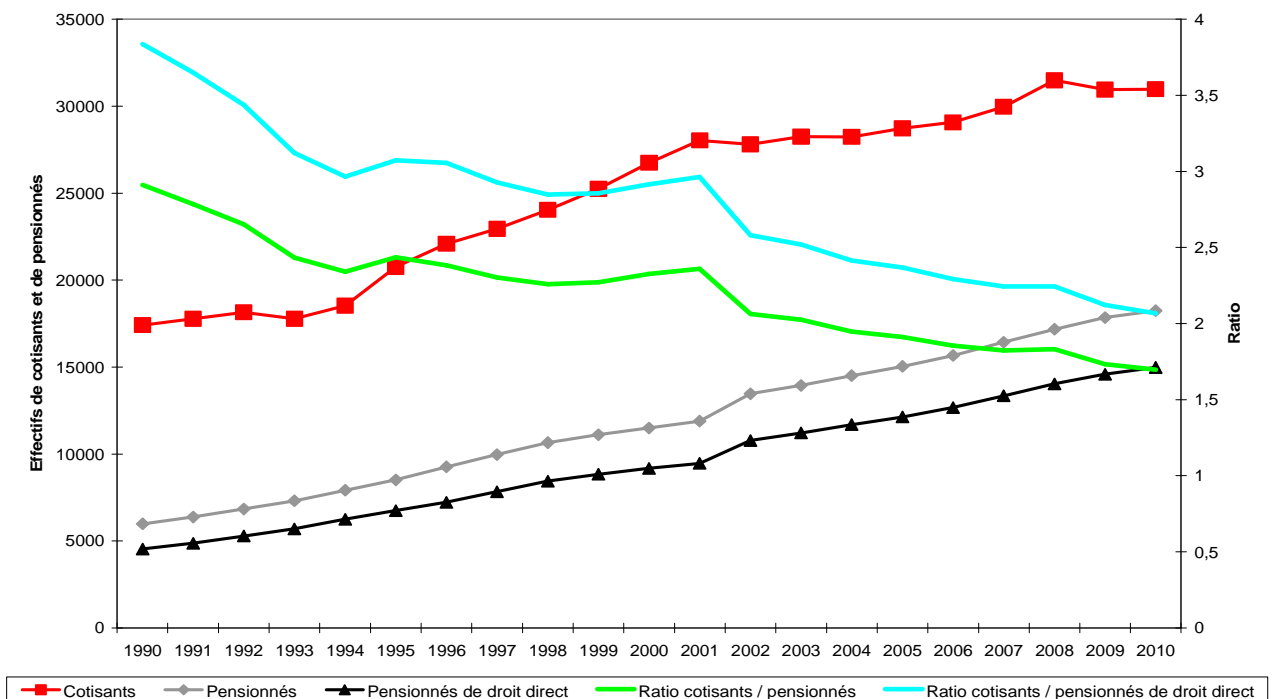
calcul du salaire moyen indexé majoré se rapprochera d'une prise en compte du salaire sur l'intégralité de la carrière ;

- du nombre d'années cotisées (années validées jusqu'en 2011), qui détermine le taux de remplacement appliqué aux deux tranches du salaire moyen indexé (la première tranche s'étend jusqu'à 4 PASS<sup>9</sup>, la seconde jusqu'à 8 PASS). Le nombre d'années validées n'était pris en compte que dans la limite de 25 jusqu'en 2011, et le nombre d'années cotisées pris en compte demeure plafonné (de 26 pour les pensions prenant effet en 2012). Pour 25 années cotisées, le taux appliqué au salaire moyen est de 46,25% pour la première tranche et de 35% pour la deuxième.

### 1.2.2. Le fonds de retraite connaît un déficit croissant qui a atteint 119 M€ en 2011

- [46] En 2010, le régime comptait 30 984 cotisants et 18 241 pensionnés dont 14 983 de droit direct. Le rapport demeure donc favorable (1,7, ou 2,07 pour les seuls pensionnés de droit direct). Il a fortement diminué : il était en effet de 2,91 en 1990 (3,84 si on le rapporte aux seuls pensionnés de droit direct).

Graphique 2 : Effectifs de cotisants et de pensionnés du régime, 1990-2010<sup>10</sup>



Source : IGAS d'après données CRPN.

- [47] Le fonds de retraite a été excédentaire de sa création à 1992, date à partir de laquelle il a été déficitaire de façon permanente. Le rapport entre prestations et cotisations a ensuite très rapidement diminué jusqu'en 1997, où il est tombé sous 70%. Il a évolué depuis entre 70 et 80%. Sur la

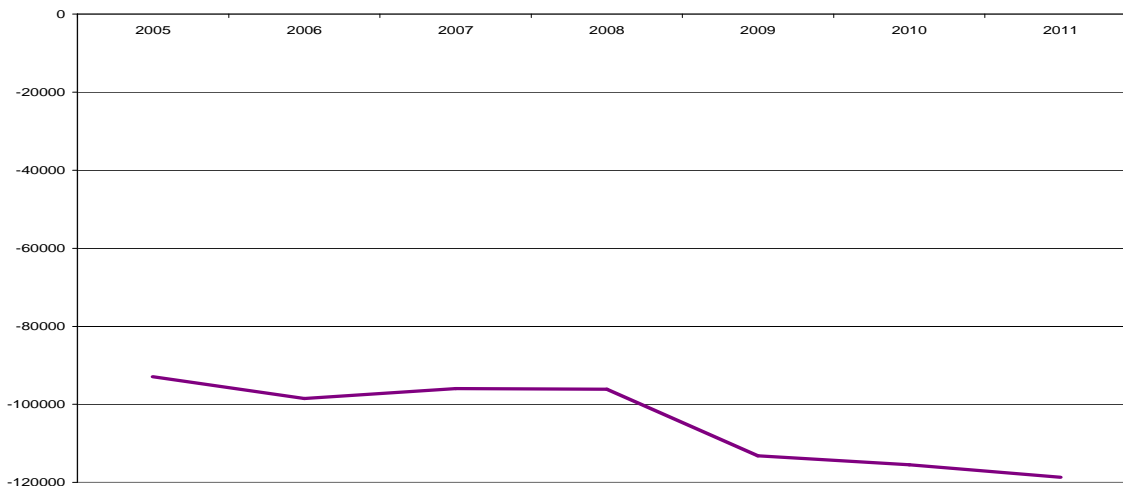
<sup>9</sup> La limite supérieure de la première tranche était auparavant de 3,5 PASS, et est à 3,55 PASS pour une liquidation en 2012. Elle atteindra 4 en 2021.

<sup>10</sup> Jusqu'en 1995, l'effectif cotisant était décompté au 31 décembre ; depuis, il s'agit de l'effectif sur l'année entière (cela représente une hausse d'environ 10% de l'effectif). L'effectif des pensionnés intègre les pensionnés à temps alterné, qui continuent une activité dans le régime (4 à 5% des pensionnés).



période 2006-2011, le déficit du fonds de retraite, croissant, s’est situé entre 95,97 et 118,7 millions d’euros.

Graphique 3 : Evolution du déficit du fonds de retraite (en milliers d’euros)

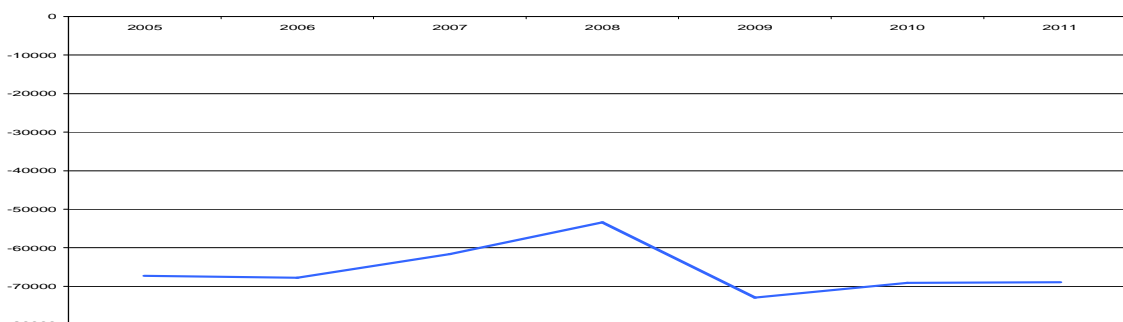


Source : IGAS d’après données CRPN.

[48] En revanche, les deux autres fonds sont très nettement excédentaires. Les cotisations ont représenté depuis 2006 entre 182,1% et 278,3% des prestations du fonds spécial dont l’excédent s’est situé entre 24,8 et 42,7 millions. Celles du fonds d’assurance ont représenté entre 4,67 et 9,09 fois le montant des prestations, (sauf en 2009, où le montant des prestations a été exceptionnellement élevé du fait de l’accident AF 447). L’excédent varie entre 6,3 et 10,5 M€ selon les années.

[49] Au total, la gestion technique et administrative des régimes (hors résultats des réserves) est en moyenne déficitaire de 66 M€ par an sur la période 2006-2011. Le déficit diminue nettement en 2007 et surtout en 2008, du fait d’une hausse des cotisations dans un contexte de croissance de la masse salariale. La crise a dégradé l’équilibre du régime à partir de 2009.

Graphique 4 : Résultat de la gestion technique et administrative



Source : IGAS d’après données CRPN.

[50] Les données plus détaillées figurent au tableau ci-dessous.

Tableau 3 : Comptes de résultat des fonds du régime de la CRPN (en k€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Fonds de retraite	Cotisations	274 268	287 584	307 625	332 120	337 058	347 288	357 588
	Prestations	-365 814	-385 153	-403 576	-427 913	-449 754	-462 129	-476 070
	Variation risque créances	-1 354	-908	-17	-318	-482	-611	-214
	Solde	-92 900	-98 477	-95 968	-96 111	-113 178	-115 452	-118 696
Fonds spécial	Cotisations	53 141	55 419	58 899	63 579	64 515	64 767	66 689
	Prestations	-30 554	-30 430	-29 785	-28 706	-27 469	-25 298	-23 960
	Variation risque créances	-260	-172	-4	-70	-92	-107	-37
	Solde	22 327	24 817	29 110	34 803	36 954	39 362	42 692
Fonds d'assurance	Cotisations	9 379	9 781	10 393	11 229	11 387	11 428	11 769
	Prestations	-3 750	-1 433	-2 225	-1 341	-5 142	-1 287	-1 295
	Variation risque créances	-46	-31	-1	-12	-16	-19	-7
	Solde	5 583	8 317	8 167	9 876	6 229	10 122	10 467
Solde action sociale		88	-258	-210	-18	138	69	-17
Coûts nets de fonctionnement *		-2 430	-2 510	-2 753	-3 068	-3 057	-3 232	-3 438
Résultat exceptionnel		57	382	5	1147	30	21	18
Solde global du régime**		-67 275	-67 729	-61 649	-53 371	-72 884	-69 110	-68 974

Source : CRPN. \*(coûts de gestion administrative imputés au régime)\*\* \*(solde des quatre fonds, coûts de fonctionnement et résultat exceptionnel

### 1.3. Les réserves dépassent trois milliards d'euros fin 2011, les résultats de leur gestion déterminent largement celui de la caisse

[51] Du fait de sa démographie longtemps très favorable, le régime a accumulé des excédents. Les placements représentatifs des réserves s'élèvent au 31 décembre 2011 à 3,175 Mds € en valeur comptable et 3,484 Mds € en valeur de réalisation.

**Réponse de l'organisme :** Les placements (immobiliers et mobiliers) s'élèvent à 3,85 milliards d'euros en valeur de réalisation à fin 2011.

**Observation de la mission :** Dont acte.

[52] Les réserves du fonds spécial et du fonds d'assurance sont plafonnées depuis la réforme du régime en 1995 : les excédents de ces deux fonds sont donc chaque année reportés aux fonds de retraite (à la suite de délibérations de décisions n°94-12 et n° 94-13), et réduisent donc d'autant le besoin de financement du régime par les résultats des réserves. Le plafond des réserves de ces deux fonds est fixé, depuis le 1er janvier 2012, à 100 M€ pour le fonds de majoration<sup>11</sup> et 10 M€ pour le fonds d'assurance.

#### **Encadré : réserves et placements**

D'un point de vue comptable, les placements financiers des caisses de sécurité sociale sont des éléments d'actifs, ventilés entre les postes « immobilisations financières », « immobilisations immobilières » et « valeurs mobilières de placement » en fonction de leur nature mobilière ou immobilière et de leur horizon de détention. Sont aussi à l'actif les loyers non échus et coupons courus (poste « autres créances »). Les réserves sont des éléments de passif figurant parmi les capitaux propres : cette ressource peut *a priori* être utilisée selon plusieurs modalités : achat de matériel informatique ou de logiciels, matériel de bureau, œuvres d'art, etc... L'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale lie réserves (ressource au passif) et

<sup>11</sup> qui remplace le fonds spécial avec un champ moindre une partie ayant été transférée au fonds de retraite cf. supra

placements (emploi à l'actif) : « les fonds des caisses nationales et de base ou sections professionnelles affectés aux réserves des risques gérés ne peuvent être placés que sous la forme des actifs énumérés » à l'article précité.

Le terme « gestion des réserves » est donc à proprement parler incorrect, seuls les placements étant gérés. L'abus de langage désignant indistinctement réserves et placements les représentant est devenu un usage parmi les caisses de sécurité sociale qui sera ici repris par la mission.

Source : IGAS

Tableau 4 : Réserves des différents fonds au 31 décembre 2011 et au 1<sup>er</sup> janvier 2012 en € (valeur comptable)

	Retraite	Fonds d'assurance	Fonds spécial puis fonds de majoration	Fonds social	Total
31 décembre 2011	2 900 517 874	58 811 145	215 635 548	272 547	3 175 237 116
1 <sup>er</sup> janvier 2012	3 064 964 569	10 000 000	100 000 000	272 547	3 175 237 116

Source : CRPN.

- [53] Le montant de ces placements est très élevé par rapport aux flux techniques : les dépenses de prestations des trois fonds s'élèvent à 501,3 M€ en 2011 (504,7 M€ avec les dépenses de gestion administrative) et les cotisations à 436 M€. En valeur de réalisation les placements représentent près de 7 années de prestations et 8 années de cotisations.
- [54] Du fait de l'importance des réserves, les résultats de la gestion des placements représentent des montants excédant presque toujours, en valeur absolue, le solde technique du régime : le résultat positif de la gestion des placements a ainsi été nettement supérieur au solde du régime en 2006, 2007, 2009 et 2010. Par contre, en 2008, les pertes liées à la gestion des réserves financières ont excédé le montant des cotisations de retraite.

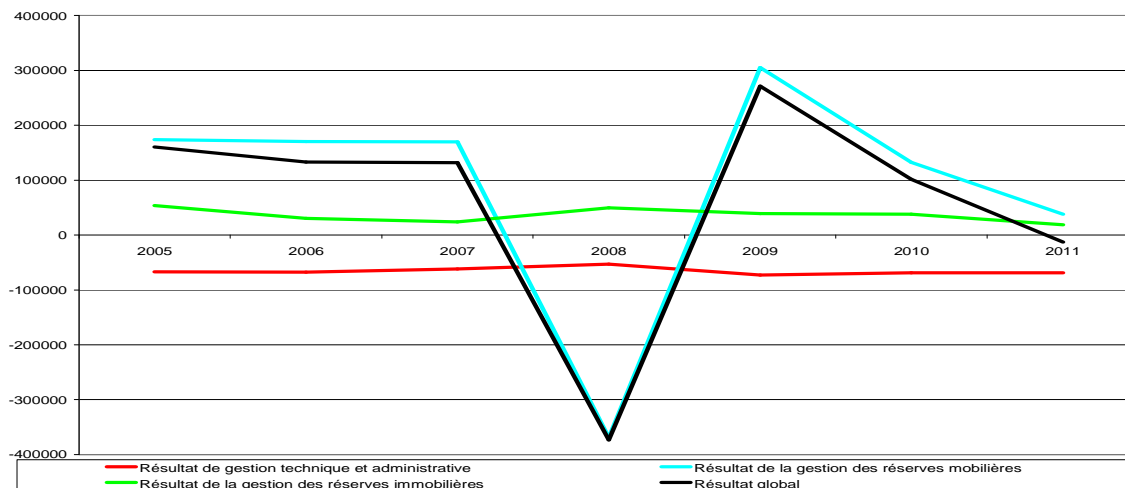
Tableau 5 : Résultats de la gestion des réserves (k€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat réserves	227 412	200 796	193 537	-319 884	344 011	170 501	56 318
Résultat réserves mobilières	173 893	170 320	169 897	-369 262	305 190	132 545	37 790
Résultat réserves immobilières	53 519	30 476	23 640	49 378	38 821	37 957	18 527

Source : CRPN.

[55] Le résultat global du régime est donc largement déterminé par celui de la gestion des placements financiers.

Graphique 5 : Résultats de la gestion technique, de la gestion immobilière et de la gestion financière



Source : IGAS, d'après données CRPN.

#### 1.4. La ventilation des placements a sensiblement évolué depuis la crise de 2008

[56] Au 31 décembre 2011, les placements de la caisse s'établissaient à 3 175,2 M€ en valeur nette comptable pour 3 849,2 M€ en valeur de réalisation. La nature des placements est rappelée ci-dessous. La crise a conduit la caisse à augmenter la part obligataire en diminuant celles des obligations mais en accroissant sensiblement celle des OPCVM de taux. La part des actions a décliné du fait de la diminution des actions Europe, les actions hors Europe restant stables. La part de l'immobilier s'accroît du fait de la baisse de la valeur des autres actifs principalement

Tableau 6 : Ventilation des placements par nature (en valeur de réalisation)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Monétaire	5,50%	9,00%	3,20%	2,12%	0,48%	3,28%
Obligations et assimilés	32,21%	26,76%	33,06%	20,87%	15,63%	12,98%
OPCVM de taux	2,10%	0,72%	8,15%	19,06%	23,57%	26,82%
Actions Europe	22,90%	22,46%	15,69%	19,77%	21,74%	17,36%
Actions hors Europe	13,35%	12,35%	9,68%	12,08%	13,73%	13,06%
Gestion diversifiée	4,86%	8,28%	6,40%	4,55%	4,29%	4,77%
Immobilier	19,1%	20,3%	23,8%	21,5%	20,6%	21,8%

Source : Mission IGAS sur la base des rapports d'activité CRPN.

### 1.5. La gestion des placements de la caisse est partiellement déléguée

- [57] Les placements immobiliers de la caisse (236,9 M€ en valeur comptable pour 839,5 M€ en valeur de réalisation fin 2011) sont détenus à 73% en direct, le reliquat étant détenu au travers de SCI. La caisse confie la gestion de son parc immobilier à sa filiale Loc Inter. elle n'a toutefois pas totalement externalisé la gestion immobilière afin de conserver des compétences dans le domaine en interne. Un service immobilier composé de quatre personnes (gestion, gérance, quittancement) assure cette gestion directe.
- [58] La politique immobilière de la caisse, détaillée en annexe 3, n'appelle pas d'observation majeure.
- [59] S'agissant des placements mobiliers, la caisse gère directement les investissements en actions et obligations européennes. Le recours à des OPCVM qui en représentent plus des trois quarts, s'explique principalement par la volonté d'accéder à des marchés pour lesquels elle ne dispose ni de compétences techniques suffisantes ni de positionnement de marché adéquat (volumes sous gestion, accès aux informations et aux acteurs de marché).

Tableau 7 : Ventilation du portefeuille par mode de gestion au 31/12/2011

M€	Valeur de réalisation	Poids
Gestion directe	712,80	24%
OPCVM ouverts	676,7	22%
OPCVM dédiés	1620,2	54%
Total	3 009,7	100%

Source : Mission IGAS d'après données CRPN.

**Réponse de l'organisme :** *Les observations de la mission sur le recours aux OPCVM pour des marchés sur lesquels la CRPN ne dispose pas de compétences techniques suffisantes concernent les actions et la gestion diversifiée, mais pas les obligations.*

*Il convient donc de distinguer le fonds obligataire Uranus des autres OPCVM dédiés. Uranus est un fonds dédié 'outil' : les opérations sont traitées sous la pleine responsabilité du gérant (initialement SGAM, choisi après mise en concurrence, intégré dans Amundi) selon les règles AMF, et il est convenu que toutes les opérations sont réalisées avec un accord préalable de la CRPN.*

*Il est rappelé que le FCP Uranus a été créé et développé pour les raisons suivantes :*

- . accéder à une table de négociation de grande taille, réputée sur la place et permettant d'avoir sur certaines transactions de meilleures conditions qu'en direct,*
- . améliorer et compléter l'accès de la CRPN au marché primaire d'obligations en euro,*
- . avoir en permanence un contrôle de la valorisation de chacune des lignes du portefeuille, assurée tant par le valorisateur que la société de gestion,*
- . compléter l'analyse de crédit interne en facilitant l'accès à une équipe externe de recherche,*
- . en synthèse, pouvoir investir dans un fonds parfaitement encadré et suivi pour un coût de gestion marginal limité (5 bps), avec un suivi du résultat comptable facilité.*

*Le gérant du fonds n'accepte aucun titre qui ne fasse pas l'objet d'une analyse crédit en interne. La CRPN fait elle-même les analyses crédit sur tous titres pour lesquels le gérant lui propose d'investir, ou pour lesquels elle propose au gérant d'étudier un investissement.*

*Pour mettre en harmonie le tableau 7 avec le paragraphe initial, nous suggérons :*

- de comprendre ce paragraphe initial comme suit : « S'agissant des placements mobiliers, la caisse gère, directement ou via le fonds dédié outil Uranus, les investissements en actions et obligations européennes. Le recours à des OPCVM (hors Uranus) qui représentent 43% des placements mobiliers, s'explique*

principalement... »

- de distinguer dans le tableau 7 le fonds obligataire Uranus des autres OPCVM dédiés. Ainsi à fin 2011, le montant des OPCVM ouverts ou dédiés (hors Uranus) s'élève à 1 312 M€, soit 43% des réserves.

M€	Valeur de réalisation	Poids
Gestion directe	712,8	24%
Fonds Uranus	984,9	33%
OPCVM ouverts	676,7	22%
OPCVM dédiés (hors Uranus)	635,3	21%
Total	3 009,7	100%

**Observation de la mission :** Les précisions de la caisse viennent utilement compléter les constatations de la mission qui ne sont d'ailleurs pas remises en cause.

[60] Le directeur de la caisse, très impliqué dans la gestion financière, est assisté par un service financier qui comprend, outre son responsable :

- trois gérants d'actifs, chargés respectivement des investissements en actions, en produits de taux et en instruments de gestion alternative. Les gérants assurent également le suivi des OPCVM relevant de leur compartiment ;
- un *back office* de deux personnes qui assure quotidiennement la comptabilisation et le suivi des positions.

[61] Les moyens conséquents, humains mais aussi techniques (abonnements Telekurs et Bloomberg, logiciel de gestion Apollo, voire existence même d'un *back office*) dégagés, s'expliquent par le choix de la caisse d'adopter une gestion active<sup>12</sup> de ses placements.

**Réponse de l'organisme :** Les « moyens conséquents » s'expliquent par le volume des actifs gérés et non par le choix d'une gestion active. Pour plus de précision, voir la réponse au paragraphe [142] du rapport.

**Observation de la mission :** Une gestion indicielle ou passive, même en considération des volumes d'actifs gérés, requiert des moyens humains moins importants. À titre de comparaison, le NBIM norvégien gérait hors fonctions support et contrôle des risques un encours obligataire de 183 G€ avec 32 personnes et un encours actions de 175 G€ avec 43 personnes au 31/12/2011. Le NBIM gère donc des fonds 140 fois plus importants avec seulement 20 fois plus de personnel. Observation maintenue.

## 2. LA POLITIQUE DE PLACEMENTS N'EST PAS SUFFISAMMENT ADOSSEE AUX BESOINS DU PASSIF ET DONNE TROP D'IMPORTANCE AU RENDEMENT

### 2.1. Le pilotage du régime a été récemment déconnecté de l'évolution annuelle du niveau des réserves

[62] Les engagements de la caisse en termes de prestations sont désormais liés de manière beaucoup plus lâche au niveau des réserves, ce qui présente un triple avantage :

- en termes de lisibilité du régime, un assuré social peut connaître ses droits avec une prévisibilité raisonnable ;

<sup>12</sup> La gestion active cherche à exploiter des opportunités de marché telles que perçues par le gérant : les anticipations du gérant sont donc différentes de celles des marchés. En pratique, une telle gestion se traduit par de fréquents ajustements des positions.

- en termes d'équité entre assurés sociaux, l'ouverture (ou la fermeture) des droits n'est plus conditionnée par le comportement des marchés financiers ;
- en termes de politique de placement, la caisse doit donc répondre à une contrainte de gestion « actif/passif » renforcée, une moindre performance de l'actif n'entraîne plus une diminution des droits au passif.

**2.1.1. Jusqu'à la réforme de 2011, le pilotage annuel du régime était fondé sur le rapport annuel entre les montants des réserves et des prestations**

[63] Le facteur N de l'année, égal au rapport entre le solde du fonds de retraite au 31 décembre de l'année précédente, en valeur comptable, et le montant des prestations servies au titre de ce fonds au cours du dernier exercice, déterminait le pilotage annuel de la plupart des paramètres du régime :

- le taux d'appel des cotisations au fonds de retraite, qui était égal à  $125 - 4N + \varepsilon$ ,  $\varepsilon$  étant situé dans un intervalle de +/- 1,5 et dépendant d'une décision du conseil d'administration ;
- le nombre d'annuités nécessaire pour obtenir une pension à taux plein ou une pension proportionnelle ;
- le coefficient d'anticipation pour une liquidation anticipée d'une pension proportionnelle ;
- l'indice de revalorisation des pensions.

[64] Le facteur N s'était établi autour de 7,5 de 2002 à 2007, avant de tomber très fortement en 2008.

Tableau 8 : Évolution du facteur N entre 2006 et 2011

Année	2006	2007	2008	2009	2010	2011
N	7,1966	7,19	5,9065	6,232	6,2923	6,0926

Source : CRPN.

- [65] Ce pilotage annuel liant niveau des réserves et paramètres déterminant le solde technique du régime partait de niveaux du facteur N et des soldes techniques tels que le déficit technique du régime (sur les trois fonds) pouvait être équilibré par les résultats de la gestion des réserves pour un rendement d'environ 3%.
- [66] Ainsi, en 2006, pour un facteur N de 7,1966 et un déficit technique tous fonds confondus représentant 17,58% des prestations de retraite, le rendement annuel qui permet aux résultats de la gestion des réserves d'équilibrer le déficit technique est de 2,44% ( $17,58/7,1966 \times 100$ ) ; en 2011, ce rendement annuel minimal était de 3,11%.
- [67] Cette situation correspondrait à celle qui assurerait l'équilibre de long terme du régime en supposant que le rendement des réserves du seul régime de retraite couvre le déficit. En effet ce chiffre est égal à (déficit / prestations) / (prestations / fonds de réserve du régime de retraite) soit déficit / fonds de réserve retraite).
- [68] Pour autant, cette règle de pilotage présentait deux défauts principaux. D'une part, elle ne définissait pas les conditions d'un équilibre de long terme du régime : le facteur N n'était pas représentatif d'une adéquation entre le montant des réserves et les besoins de financement du régime à long terme, et les ajustements des paramètres découlant des évolutions du facteur N n'étaient donc pas définis pour garantir cet équilibre de long terme.
- [69] D'autre part, elle avait pour effet de faire évoluer les paramètres du régime chaque année, notamment du fait des variations annuelles de la valeur comptable des réserves. Cette évolution des paramètres du régime en fonction de la valeur des réserves présentait deux inconvénients. Le premier était de créer une contrainte sur la politique de gestion des placements : en effet, une cible relative au N (afin de stabiliser les paramètres techniques du régime, par exemple) pouvait conduire à piloter la valeur comptable des réserves, d'une façon contraignant la politique de placements :
- ainsi, en période de hausse des actifs, un objectif de stabilité du N pouvait conduire à ne pas réaliser des plus-values latentes, afin de garder une valeur comptable n'intégrant pas ces plus-values latentes : cela pouvait priver la caisse d'occasions de plus-values ;
  - à l'inverse, en période de baisse des actifs, stabiliser le N pouvait supposer de réaliser quelques plus-values latentes afin de compenser certaines dépréciations.
- [70] Ce risque n'était pas purement théorique : ainsi, une opération de vente puis rachat, en 2010, d'un titre détenu par la CRPN (EMTN IXIS), ayant subi de fortes moins-values, provisionnées dans les comptes des exercices précédents, a été justifiée par la direction de la caisse par le souhait de se « *prémunir* » (comptablement) contre une hausse du titre avant la fin de l'exercice, qui aurait entraîné une reprise de provision, impactant le compte de résultat, impactant lui-même les conditions d'ouverture des droits ».
- [71] Le second inconvénient de ce mode de pilotage était que la projection du passif de la caisse devait intégrer :
- non seulement la démographie des cotisants et des pensionnés, et une projection de la masse salariale,
  - mais également l'évolution du montant des réserves,
  - son impact sur l'évolution des paramètres du régime (taux d'appel, nombre d'annuités, indice de revalorisation), et les conséquences qui en découlaient sur les cotisations, les flux de liquidations des pensions, et leur niveau ;
  - une boucle se formait donc entre le facteur N, déterminé par le niveau des réserves (résultant en partie du solde technique) et les paramètres du régime : l'adaptation des paramètres au cours d'une année influençait le facteur N, et donc l'adaptation des paramètres lors de l'année suivante, et ainsi de suite.



[72] Sous réserve de la modélisation de cette boucle et des hypothèses sur l'évolution des réserves, ce mode de pilotage rendait donc possible une projection des paramètres du régime et donc de sa situation financière.

[73] En revanche, il ne garantissait pas l'adéquation à long terme entre réserves et passif :

- le déterminant de l'évolution des paramètres est un ratio constaté au cours du dernier exercice : le régime n'est donc pas piloté en fonction de l'adéquation entre réserves et soldes à long terme ;
- les adaptations des paramètres du régime entraînées par l'évolution du facteur N ne permettent pas de suivre une cible rapportant réserves et soldes à long terme.

### **2.1.2. Les nouvelles règles du régime sont nettement dissociées de l'évolution du niveau des réserves**

[74] Le décret du 10 novembre 2011 réduit le lien entre évolution des paramètres du régime et évolution du montant annuel des réserves.

[75] Tout d'abord, l'évolution d'un certain nombre de paramètres est désormais déterminée par le code de l'aviation civile indépendamment de l'évolution du facteur N :

- le nombre d'annuités nécessaire pour liquider une pension, pour obtenir le taux plein, et le seuil auquel sont comparés l'âge et la durée d'activité pour obtenir le taux plein, sont fixés jusqu'à différentes dates situées entre 2020 et 2025 ;
- le taux d'appel des cotisations est fixé jusqu'en 2016. Toutefois, à partir de 2016, le conseil d'administration devra examiner au 30 juin le niveau prévisionnel des réserves à 30 ans ; si le rapport entre les réserves et les prestations à 30 ans est inférieur à 5, le taux d'appel des cotisations est relevé de 0,5% et le conseil d'administration peut alors décider d'une hausse complémentaire dans une limite d'un taux de 0,5 %. Ces hausses ne pourront porter le taux d'appel au-delà de 110 %.

[76] Au-delà, l'article R. 462-27-2 du CAC donne pour mission à la caisse de définir un pilotage tenant compte des réserves à long terme et des taux de couverture des prestations futures par les cotisations futures, sans que ces règles de pilotage soient définies elles-mêmes dans le décret :

*« [Le conseil d'administration] détermine chaque année, avant le 30 juin, la valeur des indicateurs de pilotage du régime. Ces indicateurs portent notamment sur le niveau de réserves à la date d'évaluation, le niveau de réserves projeté à long terme et les taux de couverture des prestations futures par les cotisations futures sur la période au moins égale à l'espérance de vie de la génération atteignant l'âge de la retraite et les réserves à un horizon de trente années. Le conseil d'administration fait établir, au moins tous les quatre ans, un rapport sur la situation financière du régime par un actuinaire indépendant. Cette analyse, qui se fonde sur la situation financière du régime à la clôture du dernier exercice, vise notamment à mesurer l'impact des décisions prises dans le passé sur les paramètres techniques du régime, en particulier la fixation des taux de cotisation et taux d'appel des cotisations, les conditions d'ouverture de droits de la pension et le niveau des prestations. Le conseil d'administration de la caisse fixe au moins six mois avant la parution du rapport les hypothèses à retenir pour l'élaboration de ce rapport, ainsi que les études de sensibilité pour le calcul des projections d'équilibre à long terme du régime, s'agissant notamment de la rentabilité des actifs du régime et des prévisions en matière d'évolution du secteur du transport aérien et de la situation économique et ses implications sur la population couverte ».*

- [77] Ce nouveau cadre de pilotage se distingue donc du précédent par la forte prévisibilité de l'évolution des paramètres du régime et donc du passif pour les dix années à venir, puisque le décret de 2011 définit l'évolution des conditions d'âge et de durée pour l'ouverture des droits, le mode de calcul des pensions pendant cette période. Seules les cotisations peuvent connaître, à partir de 2016, des évolutions automatiquement calées sur le rapport réserves / prestations, et dans des limites plus encadrées que dans le régime précédent.
- [78] En revanche, à partir des années 2020, l'évolution des paramètres du régime n'est pas définie, la fixation des règles de pilotage est confiée au conseil d'administration qui devra assurer l'équilibre à long terme : notamment, il lui appartient de définir les indicateurs de pilotage et les hypothèses à retenir, mais la traduction du suivi des indicateurs dans le pilotage effectif du régime n'est pas. La formulation actuelle de l'article R 426-27-2 ne garantit pas que ces décisions assurent l'équilibre à long terme.
- [79] La définition des indicateurs de pilotage devra préciser la notion d'« espérance de vie de la génération atteignant l'âge de la retraite » : l'âge de la retraite est-il l'âge légal de départ à la retraite dans le régime complémentaire ou dans le régime général, l'âge de la pension à taux plein dans le régime complémentaire, l'âge moyen de départ en retraite dans le régime complémentaire ? En ce qui concerne la population concernée, s'agit-il de la population spécifique des personnes couvertes par la caisse, ou alors de la population générale ?
- [80] En outre, le choix d'un horizon de trente ans fait que les incertitudes sur les soldes techniques et l'évolution des actifs sont très fortes.

## ***2.2. Pendant la période contrôlée, les besoins de financement et la politique des placements ne sont pas suffisamment rapprochés***

### **2.2.1. La politique de placement a été définie dans le règlement financier de 2004**

- [81] Un règlement financier a été adopté par le conseil d'administration de la CRPN le 12 juin 2003 et est entré en vigueur le 1er janvier 2004, il définit les « objectifs de gestion » des placements :

*« La gestion des réserves s'exerce dans l'objectif de concourir sur longue période à l'équilibre financier du régime de retraite. Cela implique de définir d'une part une allocation stratégique et d'autre part des principes de sécurité et de rentabilité.*

#### ***1. Allocation stratégique***

*L'allocation stratégique vise à déterminer la pondération des grandes classes d'actifs nécessaires pour respecter les contraintes de passif. Cette gestion actif-passif est établie à partir des hypothèses suivantes :*

- engagements du régime sur une quarantaine d'années, sur la base notamment de prévisions de croissance des effectifs et des rémunérations, ainsi que des statistiques d'espérance de vie.*
- historique de rentabilité et de corrélation des différentes classes d'actifs.*

*Ces paramètres sont utilisés pour déterminer le portefeuille optimal qui financera les passifs, compte tenu de la rentabilité et du risque des différentes classes d'actifs. L'allocation stratégique est révisée et validée annuellement par le conseil d'administration.*

#### ***2. Objectifs de sécurité et rentabilité***

*Ces deux objectifs sont indissociables et doivent être pris en compte pour tout investissement. La politique de placement adoptée doit combiner les actifs entre eux de façon qu'à tout moment le rendement visé soit le plus élevé compte tenu du risque maximum accepté. La CRPN ne doit pas pratiquer une gestion spéculative génératrice de risques inadaptés ou incontrôlés. La gestion doit se faire dans une optique patrimoniale à long terme. »*

- [82] La formulation de ces objectifs de gestion intègre :
- d'une part, une dimension de gestion actif-passif, avec la prise en compte des besoins de financement du régime ;
  - d'autre part, un couple rendement / risque.
- [83] Le règlement financier de la CRPN précise que « *la gestion des réserves s'exerce dans l'objectif de concourir sur longue période à l'équilibre financier du régime de retraite* ». Cet objectif suppose d'une part que soit appréciée l'évolution de l'équilibre financier du régime, et d'autre part que la définition de la politique de placements soit adossée à cette projection des besoins de financement.
- [84] Il convient également de noter que l'objectif de couverture des prestations futures du régime suppose deux conditions nécessaires à sa réalisation. D'une part, la composition du portefeuille de placements doit conduire à ce que l'espérance de rendement futur des actifs soit suffisante afin d'assurer l'équilibre de long terme, et d'autre part, que le risque inhérent aux placements financiers soit mesuré et encadré afin d'éviter, autant que faire se peut, les écarts importants entre l'espérance de rendement attendue et le rendement qui sera effectivement réalisé. En d'autres termes, la couverture des engagements nécessite à la fois un rendement minimum et la maîtrise du risque de perte. Ce dernier ne peut, en effet, être annulé dans la mesure où il n'existe pas d'actif fournissant un rendement sans aucune prise de risque.

### **2.2.2. Les études ne s'intéressent qu'à titre accessoire au passif de la caisse**

- [85] La caisse a eu recours à des cabinets externes afin de déterminer – en principe sur la base d'un déroulement de passif – son allocation stratégique. La caisse ne dispose pas en interne des compétences nécessaires pour enrichir sa réflexion sur son passif.

#### **2.2.2.1. Les études menées pour déterminer l'allocation stratégique prennent inégalement en compte le passif**

- [86] Selon les termes du règlement financier, « *l'allocation stratégique vise à déterminer la pondération des grandes classes d'actifs nécessaires pour respecter les contraintes de passif. Cette gestion actif-passif établie à partir des hypothèses suivantes* :
- *engagements du régime sur une quarantaine d'années, sur la base notamment de prévisions de croissance des effectifs et des rémunérations, ainsi que des statistiques d'espérance de vie ;*
  - *historiques de rentabilité et de corrélation des différentes classes d'actif ;*
  - *Ces paramètres sont utilisés pour déterminer le portefeuille optimal qui financera les passifs, compte tenu de la rentabilité et du risque des différentes classes d'actifs* ».

- [87] Ces dispositions du règlement supposent donc que l'allocation stratégique soit adossée à une prévision des besoins de financement du régime de retraite.
- [88] Au cours de la période sous revue, trois études externes ont été réalisées pour la caisse sur l'allocation stratégique (cf. annexe 4).
- [89] La première, réalisée par le cabinet FIXAGE en 2005, ne mentionne à aucun moment des projections sur le passif, et se place « *dans le cadre d'un modèle d'allocation d'actif de type « actif seul* » ». Une autre étude avait été réalisée sur un modèle liant actif et passif, mais elle n'a pas été présentée au conseil d'administration. La direction de la CRPN justifie ce choix par l'objectif de l'étude, qui était de déboucher sur une préconisation en termes d'allocation stratégique. Cette justification montre que, pour la CRPN, la détermination de l'allocation stratégique est conçue comme indépendante du passif.
- [90] La deuxième, réalisée par le cabinet PIERRE LAVERSANNE SA en 2008, contient bien une projection des besoins de financement du régime à horizon 2040, selon deux hypothèses (une hypothèse de base dite « H5 » et une hypothèse s'en différenciant par une diminution des effectifs de 0,5% par an), et une comparaison des flux du passif (déficits techniques) et de l'actif (coupons, échéances, loyers, dividendes). Cette étude conclut que, à horizon d'au moins 30 ans, la CRPN « n'a aucun problème de liquidité », elle se rapproche donc d'une gestion actif-passif en s'interrogeant sur les contraintes de service des engagements de la caisse.
- [91] Elle comporte toutefois quatre limites principales :
- la comparaison des flux du passif et de l'actif ne donne lieu à aucune autre conclusion, en termes d'allocation stratégique, que la recommandation d'« *évit[er] de réaliser des moins-values latentes* » et celle de « *renforcer les obligations en sortie de crise (...) en collant à l'échéancier du passif* » - sans toutefois que cet échéancier soit précisé ;
  - la comparaison entre flux du passif et de l'actif ne se fait que sur l'hypothèse de base, sans prendre en compte l'hypothèse dégradée ; la prise en compte de scénarios « de stress », qu'il s'agisse du passif ou de l'actif, n'est pas mentionnée ;
  - les hypothèses de projection du flux du passif et de l'actif ne sont pas précisées dans le document. Même s'il s'agit d'hypothèses classiques utilisées dans les projections du régime, l'information complète des administrateurs aurait supposé un rappel de ces hypothèses ;
  - ces projections ne se font qu'à horizon de trente ans, alors que le règlement financier fixait un horizon d'« *une quarantaine d'années* ».
- [92] La troisième, réalisée en 2010 par le cabinet ALTIA, à partir de plusieurs hypothèses de projection des flux d'actif et de passif (selon l'évolution de l'emploi), appréhende le risque d'insuffisance des réserves et les besoins de liquidité, et fait le lien avec allocation d'actifs en testant l'impact d'allocations plus ou moins exposées aux actions sur le risque d'insuffisance des réserves. Elle permet de mettre en évidence :
- un besoin de financement à partir de 2040 dans le scénario d'évolution dégradée de l'emploi, ce qui montre combien il était problématique que l'étude précédente se limite à trente ans et à l'hypothèse centrale ;
  - une inégale exposition des différentes allocations possibles au risque d'insuffisance des réserves ;

- le fait que l'enjeu, pour la soutenabilité du régime, réside bien plus dans son pilotage technique et ses équilibres démographiques, que dans l'optimisation du portefeuille d'actifs. En effet, de manière générale, l'analyse du passif dans les études réalisées en vue de déterminer la politique de placements, par comparaison avec les analyses réalisées pour les besoins de pilotage et de réforme du régime, est :
  - beaucoup moins précise dans la définition des hypothèses et paramètres ;
  - beaucoup moins riche en scénarios alternatifs, et notamment dégradés en termes d'évolution de l'emploi.

[93] Cela traduit une conception de la politique de placements n'accordant pas une place suffisante à l'évaluation du passif.

#### 2.2.2.2. Des études récentes mêlant encore actif et passif

[94] Le cabinet SPAC ACTUAIRES a présenté en mars 2012 le résultat de projections du régime tenant compte de la réforme de 2011. Ces projections, à horizon 40 ans, sont restituées sous forme d'évolution du facteur N en fonction de plusieurs hypothèses de passif (scénario ayant servi de base à la réforme, scénario central – plus conservateur en matière d'hypothèses de masse salariale – décliné en variantes optimiste et pessimiste).

[95] L'actif est fixe avec un rendement net d'inflation en hausse de 1,54% en 2013 à 2,64% après 2018. Une simulation est toutefois effectuée dans le scénario central afin d'évaluer l'impact d'une performance des placements supérieure de 50 points de base au jeu d'hypothèses principal. L'absence de simulation en sens inverse (performance moindre de 0,50%) montre que la caisse se place dans une perspective de surperformance des placements et non de sous-performance, et donc, implicitement, dans un cadre de risque supérieur.

[96] La présentation des résultats sous forme d'évolution du facteur N – alors même qu'il n'est plus un élément structurant du régime – montre les difficultés de la caisse à s'approprier son nouveau pilotage : actifs et passifs n'étant plus liés comme dans la situation antérieure à la réforme, il est désormais relativement simple d'effectuer au passif des projections des déficits techniques attendus dans les divers scénarii. Pourtant, les simulations présentées ne permettent pas d'identifier l'échéancier des flux techniques, puisqu'elles mêlent flux d'actif et de passif. Tout au plus permettent-elles d'appréhender (mais sans possibilité de le chiffrer, l'unité de compte étant la consommation de l'actif) l'impact d'évolutions de la mortalité ou de la masse salariale à actif constant.

#### 2.2.2.3. Une place insuffisante consacrée à l'étude des engagements de la caisse et en particulier aux hypothèses démographiques

[97] L'évaluation du passif est effectuée à l'aide du modèle MODECO de projection des besoins du régime, propriété d'un cabinet externe. De ce fait, la caisse ne dispose pas des ressources pour contre-expertiser les projections de passif.

[98] Ce sous-investissement dans l'analyse du passif est d'autant plus préjudiciable que c'est là que réside le principal enjeu pour la soutenabilité du régime, nettement plus sensible aux évolutions de l'emploi aérien qu'aux différentes options d'allocation stratégique. **Cela ressort nettement de l'étude du cabinet ALTIA, qui montre que la variante sur l'emploi aérien a un impact beaucoup plus fort sur le délai d'épuisement des réserves ou le risque d'insuffisance, que les différentes hypothèses de scénario financier ou encore que les variations dans l'allocation d'actifs.**

**Réponse de l'organisme :** *Pour le conseil d'administration, la période de 2004 à mars 2008 a été marquée par les travaux de réflexion sur la réforme. Les hypothèses servant à la définition des « engagements » de la caisse ont été à plusieurs reprises débattues et décidées par le Conseil d'Administration au long de cette période, sur proposition de la Commission de réforme composée d'administrateurs. De mars 2008 à l'automne 2011, le conseil a été dans l'attente de la décision gouvernementale sur cette réforme.*

*Pour les études préalables à la revue de l'allocation stratégique, le conseil, sur proposition de la commission financière, s'est logiquement surtout fondé sur les hypothèses qu'il avait déjà convenues.*

*Le conseil est parfaitement conscient du fait que le facteur principal de sensibilité des réserves à long terme est l'emploi dans le transport aérien. La mortalité a fait l'objet d'études récentes et a été intégrée dans les dernières simulations présentées au conseil en mars 2012.*

*Les hypothèses relatives aux perspectives économiques globales et du secteur professionnel seront revues dans la prochaine étude. En tout état de cause, le nouvel article R.426-27-2 fournit le cadre dans lequel le conseil d'administration doit s'inscrire.*

**Observation de la mission :** *La critique de la mission porte précisément sur l'absence de lien entre projections de flux techniques et allocation stratégique. Les modèles d'allocation d'actifs de type Markowitz, tels qu'employés généralement dans les études de la caisse, sont des modèles d'actif seul S'agissant du caractère optimiste des prévisions démographiques la correction non audité est postérieure à la période sous revue. La mission maintient donc son observation.*

[99] De ce fait, la réflexion sur la politique de placements accorde une place excessive aux questions d'allocation stratégique, par rapport à une réflexion sur les perspectives d'évolution de l'emploi aérien qui est plus décisive. Ainsi, les hypothèses d'évolution de l'emploi, en 2008 comme en 2010 demeurent optimistes : la croissance prévue est supérieure à 1% par an à partir de 2012 (1,25% pour le personnel navigant technique, 1,50% pour les stewards et 2,5% pour les hôtesse). Cela apparaît nettement supérieur aux chiffres indiqués lors de la séance du Conseil d'administration du 31 mars 2011 par le représentant du ministère de l'aviation civile ; celui-ci avait relevé que « les prévisions raisonnables à cinq ans donnent une évolution de l'emploi en Europe entre 4% et 5% », soit une croissance de 0,98% par an pour une augmentation de 5% sur la période. **Il est regrettable que la discussion se focalise sur l'allocation stratégique alors que les hypothèses de passif sont à la fois plus sensibles et contestées.**

### 2.2.3. La politique fixée ne tient pas assez compte des besoins du passif

[100] La couverture des besoins du passif suppose :

- une équivalence à tout instant entre besoins du passif et actifs, ce qui implique la prise en compte de l'impératif de liquidité des actifs, et suppose une adaptation du profil des encaissements futurs liés aux actifs aux décaissements liés au financement du déficit technique ;
- une congruence entre passif et actifs, c'est-à-dire que le passif doit être représenté par des actifs libellés ou réalisables dans la même monnaie<sup>13</sup>.

[101] Or, le règlement financier, alors même qu'il affiche l'ambition d'une gestion actif-passif, ne mentionne pas la notion de liquidité, à côté des objectifs de rentabilité et de sécurité.

<sup>13</sup> Dans le monde de l'assurance privée, cette règle connaît un tempérament, avec la possibilité de ne pas couvrir 20% des engagements par des actifs congruents.

**Réponse de l'organisme :** *Comme cela a été noté fin 2008 par l'actuaire mentionné au [90], « à horizon d'au moins 30 ans, la CRPN n'a aucun problème de liquidité ». Hors actifs immobiliers, au moins 90% des actifs financiers sont aisément cessibles.*

**Observation de la mission :** *Le fait que la caisse n'ait pour l'heure pas de problèmes pratiques de liquidité ne l'exonère pas de traiter formellement de cette contrainte dans son règlement financier. Observation maintenue*

[102] S'agissant des placements de très court terme, la gestion de la trésorerie du fonds de réserves n'est pas pilotée en fonction du profil infra-annuel des besoins de financement liés au calendrier d'encaissements de cotisations et de décaissements des prestations. Les opérations techniques sont en effet assurées par une trésorerie différente de celle du fonds de réserves, mais les variations du compte du fonds de retraite ont un impact sur la trésorerie du fonds de réserves : les versements de cotisations sur le compte du fonds de retraite donnent lieu à versements vers le compte du fonds de réserves, le paiement des prestations donne lieu à versement du fonds de réserves vers le compte du fonds de retraite.

**Réponse de l'organisme :** *La CRPN n'a pas retenu un « pilotage » infra-annuel de sa trésorerie. A la différence d'autres régimes de retraite, avec un niveau de réserves relatif beaucoup plus réduit et des flux à périodicité différente entre cotisations et prestations, il est rappelé qu'à la CRPN prestations et cotisations sont toutes deux sur un rythme mensuel. Il y a juste un décalage régulier de 12 ou 13 jours entre l'encaissement de l'essentiel des cotisations (le 20 du mois) et le versement des prestations (autour du 2). Les supports de placement à court terme utilisés dans la gestion des réserves sont plus performants que les supports utilisés pour les petits ajustements journaliers de trésorerie gérés dans le cadre d'une convention avec la banque sur laquelle sont effectuées les opérations courantes.*

*Une gestion « autonome » d'un fonds de roulement pour les flux intra mensuels (environ 40 M€ sur la période mentionnée ci-dessus) ne serait donc pas un facteur d'optimisation par rapport à l'actuelle gestion de trésorerie.*

**Observation de la mission :** *La réponse confirme et précise (longuement) l'observation qui se limitait à noter l'absence de pilotage infra-annuel de la trésorerie sans la critique, celle-ci est donc maintenue avec les précisions apportées par la caisse.*

[103] En ce qui concerne les placements de plus long terme, le choix des actifs ne s'inscrit pas dans une démarche d'équivalence entre l'actif et le passif :

- les choix d'obligations, notamment en termes de profils d'échéance, ne sont pas déterminés par le profil des besoins de financement, mais relèvent de choix d'opportunités de rendement, comme le montre notamment le taux de rotation très élevé du portefeuille d'obligations (cf. *infra*). La politique de la caisse est effet très peu orientée vers le portage à maturité des obligations – c'est-à-dire la conservation des obligations jusqu'à leur date de remboursement, ce qui limite la rentabilité espérée aux intérêts versés mais réduit le risque au seul risque de défaut – mais consiste bien plus à effectuer des volumes importants de cessions et d'acquisitions pour capter les « opportunités » créées par les fluctuations de valeur des titres obligataires liées aux variations anticipées des taux. Les obligations sont utilisées comme un titre négociable, sur lequel peuvent être obtenues des plus-values par l'achat et la vente, plutôt que comme un instrument de crédit ;
- l'horizon de détention des actions ne s'inscrit pas non plus dans une gestion actif-passif, mais est déterminé par les arbitrages en vue d'opportunités de rendement (cf. *infra*).

**Réponse de l'organisme :** *Le service financier ne se reconnaît pas du tout dans cette description, qui repose notamment sur un calcul du taux de rotation du portefeuille obligataire qu'il convient, à notre sens, d'explicitier et de retraiter très significativement (cf infra, réponse aux paragraphes [239] à [251] du rapport).*

*Ce paragraphe semble suggérer qu'un portage à maturité des obligations en portefeuille serait préférable à une gestion active. Cette affirmation ne prend pas en compte les contraintes structurelles de la CRPN (prélèvement modeste mais régulier pour financer le déficit technique, nécessité de compenser le raccourcissement naturel de la durée au fil du temps), ni la recherche d'une plus grande sécurité par temps agité. Ainsi en 2011 des arbitrages ont été réalisés afin de sortir du portefeuille le risque italien et espagnol en le remplaçant par des investissements sur des OAT, des bons du Trésor allemands et hollandais et des obligations de l'Union Européenne.*

*La CRPN n'a pas d'entrée nette régulière de nouvelles ressources. Au contraire, le paiement des pensions est structurellement supérieur aux cotisations. Il est nécessaire de « roller » régulièrement les positions pour maintenir une durée appropriée.*

*Il y a peu d'intérêt à conserver des titres d'états inférieurs à 5 ans, en raison du niveau des taux d'emprunts d'états « solides ». A l'inverse sur cette partie de la courbe, le marché du crédit permet d'obtenir :*

- *une plus grande diversification du risque émetteur,*
- *un rendement plus attractif surtout depuis 2009 : la baisse des taux sur les titres d'états a pu être compensée par la hausse des marges de crédit,*
- *un effet « roll » plus important que sur une obligation d'état, puisqu'il faut ajouter la pentification de la courbe des spreads.*

**Observation de la mission :** *Une obligation vanille présente trois risques : risque de change, risque de taux et risque de défaut. Le premier risque est annulé par l'investissement en titres libellés en euros. Le second risque est annulé par le portage des obligations. Le dernier risque demeure mais peut être fortement limité par la détention d'actifs présentant une bonne qualité de signature.*

*La mission expose le fait que la caisse a effectué le choix de s'exposer au risque de taux en « rollant » ses obligations. Elle aurait tout aussi bien pu opter pour une stratégie de portage qui l'aurait contrainte à un exercice d'adossement de l'actif au passif qui, une fois effectué, ne nécessite pas d'ajustements de durée.*

*La mission fait par ailleurs observer en [302] **sans être contredite par la caisse** que les ajustements de durée du portefeuille obligataire ne se font pas en vue d'un meilleur adossement à son passif mais d'une meilleure correspondance avec la durée de l'indice de référence.*

*La mission maintient donc la rédaction de son observation. La réponse faite pose en réalité une seule question celle de savoir si la caisse fait de manière éclairée et comprise par le conseil d'administration le choix de la stratégie de gestion défendue ici qui n'est pas la seule. La mission attire l'attention de la présidente du conseil d'administration sur ce point.*

- [104] Enfin, les engagements du régime sont libellés en euros. L'acquisition d'actifs dans d'autres devises supposerait, en application du principe de congruence, une couverture du risque de change. Or, il n'existe pas de couverture systématique du risque de change (voir infra et annexe 10).

**Réponse de l'organisme :** *La CRPN ne prend pas de risque de change sur son portefeuille obligataire. Les services analysent qu'une couverture de change systématique sur son portefeuille d'actions détenues de manière durable ne contribuerait pas à renforcer la sécurité des placements.*

*Pour corroborer cette analyse, la note en annexe 1 de notre réponse, élaborée par AMUNDI et transmise à l'IGAS avec son autorisation, montre que la couverture de change à long terme d'un portefeuille d'actions n'apporte rien : elle a tendance à dégrader le rendement sans réduire la volatilité.*

*Cette étude porte sur un portefeuille d'actions détenu à long terme, des principales zones, hors zone euro : Europe hors zone euro, Amérique du nord, Pacifique, Japon, Pacifique hors Japon, monde hors zone euro. Elle porte sur une période de 13,5 ans (période correspondant avec la création de l'euro et la disponibilité de bases de données homogènes).*



*Des études sur ce thème ont déjà été faites par d'autres institutions ou chercheurs, notamment américains. En l'absence d'une recherche bibliographique qui aurait vraisemblablement fait ressortir des études basées en US\$ et non actualisées, la CRPN a jugé plus simple de demander à l'un de ses principaux gérants une étude sur ce thème pour un investisseur basé en €, en toute neutralité.*

*Dans la pratique, à supposer que le conseil souhaite couvrir partiellement ou totalement les portefeuilles d'actions non euro, les gérants actions (US, Japon, reste du monde) ne souhaitent assez souvent pas intégrer de couverture du change systématique dans des fonds dédiés, même sous forme de ventes à terme, génératrices de coûts et d'écarts de suivi supplémentaires. Il conviendrait alors de mettre en place une macro-couverture au niveau de la caisse, lourde en coût de gestion, et posant question au regard de la réglementation.*

*En effet, la pratique du marché des changes fait que cette couverture, quand elle est demandée, est faite par des contrats de gré à gré et non sur des marchés reconnus. Pour procéder à une éventuelle couverture **systématique** des positions en instruments financiers libellés en devises, il serait souhaitable que l'article R.623-4 fût réécrit. En effet, cet article R.623-4 permet de recourir aux instruments financiers à terme... admis à la **négociation sur les marchés reconnus**... dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement ».*

**Observation de la mission :** *L'observation n'indique nullement que le portefeuille obligataire est soumis au risque de change. La caisse a fourni une étude (annexée au rapport) qui porte sur :*

- six indices ;*
- dont les actifs sous-jacents ne sont généralement pas libellés dans une seule et unique monnaie, et présentent par construction un comportement moyen de panier de devises ;*
- pendant une période de 13,5 ans.*

*L'étude comprend un biais de construction : la protection contre le risque de change présente un coût et une volatilité qui peuvent venir s'ajouter à ceux des sous-jacents. Les hypothèses de couverture (statique ou dynamique) ne sont par ailleurs pas précisées, alors que leur efficacité, mais aussi la volatilité qui en résulte, dépend fortement de la stratégie de couverture retenue.*

*On rappellera que les équations produites en annexe du rapport, **qui ne sont pas contredites par la caisse**, demeurent exactes tant que les hypothèses sous-jacentes à l'utilisation du lemme d'Itô demeurent vérifiées. La caisse ne produit aucune démonstration – au sens mathématique du terme – de ce qu'elle affirme et se contente de donner un exemple dans lequel le risque de change reste faible au regard du risque induit par la volatilité des actions. Or, un exemple, bien qu'intéressant à des fins d'analyse, ne peut être considéré comme une démonstration, et l'absence de réalisation d'un risque dans le passé ne permet pas de conclure quant à l'absence d'une survenance future.*

*De plus, il n'est pas prouvé que des hypothèses et choix distincts de ceux retenus dans l'étude présentée par la CRPN – hypothèses peu commentées au demeurant – ne conduisent à des conclusions divergentes. Il est de surcroît intéressant de constater que l'étude ne conclut pas à une absence de risque de change. En effet, l'étude « remarque » simplement que l'effet de ce dernier est « limité » et « modéré » comparé au risque causé par la volatilité des actions. L'observation 104 concerne l'existence d'un risque de change et non pas de sa comparaison au risque né de la volatilité des actions. Aussi, l'analyse produite ne vient pas contredire l'analyse faite dans le rapport.*

*Enfin, le risque de change fût-il nul à long terme (dont la définition fait défaut, bien qu'il semble que, selon la caisse, 13 ans et demi constituent une période de long terme), la caisse n'aborde pas la question de son effet à des échelles temporelles plus courtes. Or, les modes de gestion de la CRPN, qui conduisent la caisse à adopter une gestion active, ne permettent pas de se placer dans une optique de long terme et en tout cas pas à un horizon de 13 ans et demi. Qui plus est, à supposer que les variations de change se compensent à long terme, la question de la volonté et de la capacité de la caisse à soutenir les éventuelles pertes de change annuelles reste posée.*

*L'observation est maintenue.*

### 2.3. *La politique de placements est limitée à une allocation stratégique assortie d'indices de référence*

[105] Selon le règlement financier, l'objectif d'équilibre financier à long terme du régime « implique de définir d'une part une allocation stratégique, et d'autre part des principes de sécurité et rentabilité ».

[106] Les principes de sécurité et de rentabilité font l'objet de formulations générales : « Ces deux objectifs sont indissociables et doivent être pris en compte pour tout investissement. La politique de placement adoptée doit combiner les actifs entre eux de façon qu'à tout moment le rendement visé soit le plus élevé compte tenu du risque maximum accepté. La CRPN ne doit pas pratiquer une gestion spéculative génératrice de risques inadaptés ou incontrôlés. La gestion doit se faire dans une optique patrimoniale à long terme ».

#### 2.3.1. **La politique de placements se réduit à la définition d'une allocation stratégique et d'indices de référence**

[107] En dehors des formulations générales des objectifs de sécurité et de rentabilité du règlement financier, et du principe d'une gestion actif-passif, la politique de placements se limite à la définition annuelle d'une allocation stratégique, fixant une cible de répartition de la valeur de marché entre chaque grande classe d'actifs, cible assortie d'une marge de manœuvre fixée par le conseil d'administration, permettant à la CRPN de sous-pondérer ou surpondérer certaines classes d'actifs par rapport à l'allocation stratégique, en fonction d'anticipations de marché à court-moyen terme.

Tableau 9 : Allocation stratégique de la CRPN 2005-2011

En %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obligations	47	40	36	35	40	40	40
Actions	30	33	34	33	30	30	30
<i>Dont hors Europe</i>	<i>11</i>	<i>13</i>	<i>13</i>	<i>13</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>
Immobilier	20	20	20	20	20	20	20
Rendement absolu		3	5	7	5	5	5
monétaire	3	4	5	5	5	5	5

Source : CRPN – rapports d'activité 2006-2011 et rapports des commissions financières.

[108] Cette allocation stratégique est assortie d'indices de référence pour chaque poche d'actifs. Ces indices servent d'éléments de comparaison pour la performance des différentes poches d'actifs détenues par la caisse. L'objectif fixé est donc de réaliser au moins la performance de l'indice.

Tableau 10 : Indices de référence

Classes d'actifs		Indice de référence
Monétaire		EONIA capitalisé
Obligations	Souveraines à taux fixe	Euro MTS Global
	Souveraines indexées	Euro MTXi French CPI
	OPCVM et assimilés	-
	Corporate	-
Actions	Europe	MSCI Europe
	US	S&P 500
	Asie - Émergents	MSCI AC Pacific
Rendement absolu		-

Source : CRPN.

### 2.3.2. La méthode de définition de cette allocation est discutable

[109] La définition de l'allocation stratégique et des indices de référence s'est faite sur la base des études mentionnées précédemment. Outre la prise en compte souvent insuffisante des besoins du passif déjà relevée, plusieurs lacunes peuvent être relevées dans ces études :

- elles s'appuient sur des hypothèses de rendement et de volatilité des différentes classes d'actifs non justifiées. De manière générale, la documentation des méthodes et travaux ces études est limitée – à des degrés divers – et ne permet en tout cas pas aux services de la caisse de mener une contre-expertise ;
- les études de 2005 et 2008 n'intègrent pas de scénario alternatif ou dégradé d'évolution des rendements des produits financiers (inflation, krach financier). Même si l'étude de 2010 intègre un scénario d'inflation et un scénario de krach financier, le choc inflationniste simulé n'est que temporaire (il n'y a pas d'hypothèse d'un choc inflationniste se traduisant par un rendement réel négatif sur longue période) et le scénario de krach boursier retenu (une baisse immédiate suivie d'un retour progressif à la normale) n'apparaît pas particulièrement sévère, le CAC40 ayant par exemple connu au moins deux épisodes de baisse très significative en 25 ans ;
- les études de 2005 et 2008 n'ont pas proposé d'allocation alternative. Dès lors, elles n'offraient pas de choix permettant aux organes de la caisse de se prononcer en connaissance de cause ;
- l'hypothèse de volatilité des actions dans le scénario de 2010 est peu prudente au regard de la volatilité du portefeuille actions de la CRPN (voir *infra*).

[110] Enfin, la révision annuelle de l'allocation stratégique, prévue dans le règlement financier, ôte à cette dernière son caractère stratégique : ainsi, on pourrait concevoir qu'une réorientation de l'allocation de la caisse suppose un certain étalement dans le temps, afin d'éviter les pertes que pourrait induire une réorientation trop brutale. Le pilotage annuel empêche de telles évolutions.

[111] Ce pilotage annuel de l'allocation stratégique traduit l'absence de définition d'objectifs de long terme tels qu'un mode de couverture des engagements du passif, une exigence de liquidité, un rendement, et un degré de sécurité. Ces objectifs ne sont pas définis de façon plus précise que dans les formulations très générales du début du règlement financier. Aussi, le lien entre ces objectifs de long terme et l'allocation stratégique n'est pas assuré.

### 2.3.3. L'allocation stratégique et les indices de référence ne suffisent pas à définir la politique de placements

[112] **L'allocation stratégique constitue un élément d'une politique de placements mais ne saurait suffire à la définir.** Les classes d'actifs sont suffisamment larges pour laisser très ouverts les choix de sélection des actifs au sein de chacune de ces classes, en termes de modes de gestion, de rendement, de sécurité, de risques auxquels une exposition est acceptée...

[113] **Manquent notamment un certain nombre d'éléments structurants, tels que :**

- **des règles relatives aux produits admis :** or, de ce point de vue, le règlement financier s'est contenté de reproduire les dispositions du décret de 2002, sans leur apporter de précisions ou d'exigences supplémentaires. Cette reprise littérale du décret de 2002 n'a pas permis de préciser certaines dispositions ambiguës, obscures ou mal rédigées telles que les règles encadrant le recours aux instruments financiers à terme ; en outre, le règlement a été élaboré en 2003 alors que le décret a été révisé depuis ;

**Réponse de l'organisme :** *La CRPN n'a pas considéré qu'elle pouvait s'autoriser à préciser dans le règlement financier des dispositions effectivement obscures ou prêtant à interprétation du décret de 2002. C'est au pouvoir réglementaire de la faire. Ce règlement financier a été approuvé par le conseil et par les tutelles. Il est rappelé que le décret prévoyait un arrêté précisant les conditions du recours aux instruments financiers à terme. Cet arrêté 10 ans plus tard n'est toujours pas publié. Cette publication est souhaitée, afin d'éviter toute erreur d'interprétation.*

**Observation de la mission :** *La réponse n'est pas acceptable. La mission constate également les retards pris pour prendre ces textes Elle prend acte de l'approbation du règlement par la tutelle. L'approbation du conseil limite la responsabilité du directeur mais pas celle de la caisse. Au fond la caisse ne peut se prévaloir des incertitudes de la réglementation il lui appartient d'indiquer clairement dans son règlement financier l'interprétation qu'elle comptait en faire En effet en application de la réglementation, le règlement financier est le document dans lequel la caisse est supposée exposer sa politique de placement. Cette dernière ne peut se réduire à l'exposé ou la paraphrase des dispositions générales de la réglementation. En particulier, l'élaboration de ce document doit conduire la caisse à se poser la question des actifs, pourtant autorisés par la réglementation, qui ne seraient pas adaptés à sa gestion En pratique, lorsque la caisse utilise des notations de crédit, c'est précisément ce qu'elle fait en excluant des titres qu'elle pourrait pourtant détenir. La mission observe également que la caisse a su, lorsque le besoin s'en est fait sentir, interpréter la réglementation en assimilant EMTN, instruments non visés par l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, et obligations (voir réponse de la mission aux observations de la caisse sous [12]). L'observation est maintenue*

- **des critères de choix entre actifs au sein des actifs admis et cette allocation stratégique :** il n'existe pas de critère tel qu'une volatilité maximale de chaque actif ou du portefeuille, ni de critère de dispersion autre que ceux du décret ;
- **des modalités de gestion des différentes poches :** pour une exposition en obligations donnée, une stratégie de portage de titres, qui entraîne une disparition du risque de taux pour ne plus laisser subsister que le risque de crédit, n'est pas équivalente à une stratégie de gestion passive (qui consiste en chercher à suivre le comportement d'un indice de manière plus ou moins étroite) ni à une stratégie de gestion active, bien plus risquée, qui expose, outre le risque lié à l'indice cible, au risque discrétionnaire (mauvais choix d'actifs). L'enjeu est ici d'établir un niveau de risque auquel la caisse souhaite s'exposer pour chaque classe d'actif.

[114] Le seul élément de sélection des actifs au sein des classes de l'allocation stratégique résulte de la cible présentée par les indices de référence au sein de chaque classe : les actifs doivent être sélectionnés de façon à garantir l'atteinte d'une performance au moins égale à celle de l'indice de référence. Le pilotage de la composition de chaque classe d'actifs se fait donc par comparaison avec la composition de l'indice de référence : l'objectif de la politique de placements ne devrait pourtant pas être de se caler sur la composition de cet indice de référence, celle-ci servant tout au plus de point de comparaison.

**Réponse de l'organisme :** *La CRPN comprend mal ce paragraphe qui lui semble en contradiction avec les commentaires de la mission sur le caractère actif de la gestion. L'indice de référence sert de point de comparaison, mais, dans le cadre de la gestion de la caisse, l'objectif n'est pas de se caler sur la composition de cet indice de référence.*

**Observation de la mission :** *L'observation indique que l'indice de référence, loin d'être seulement un point de comparaison, entraîne un comportement de réplique. Voir en ce sens et pour la durée [302].*

**Réponse de l'organisme :** *Précisément, l'objectif de sécurité a été considéré comme plus important depuis début 2011 que l'éloignement de l'indice de référence et a abouti à des arbitrages réalisés entre obligations d'états de la zone euro. Le profil de risque des obligations d'états en portefeuille fin 2011 (663 M€) est très différent et très inférieur à celui de l'indice de référence obligataire (EuroMTS global, d'usage très répandu dans la gestion d'actifs). La Grèce, l'Irlande, le Portugal sont absents du portefeuille. L'Italie et l'Espagne, ont été au long de l'année sous pondérés, puis pratiquement absents depuis septembre 2011. Une place significative a été donnée à l'Allemagne et aux Pays-Bas.*

**Observation de la mission :** *Il convient de distinguer le niveau absolu d'exposition et sa dynamique. Il est exact que l'exposition à l'Italie de la caisse est inférieure à la pondération de l'indice de référence. Toutefois, l'allègement des positions sur l'Italie ne date pas, comme l'affirme la caisse dans sa réponse, de début 2011 mais de fin 2011, c'est-à-dire après que l'Italie a vu sa prime de risque sensiblement augmenter durant l'été. Ainsi, le rapport de la commission des placements du 9 juin 2011 précise que « la position sur l'Italie représente maintenant 14% de la poche d'obligations (pour une position de 24% dans l'indice) : la dette italienne est beaucoup plus rémunératrice que la dette française [...] mais cela est justifié par un endettement largement supérieur et une notation inférieure ». Le rapport de la commission financière du 15 septembre 2011 indique qu'il y a été « décidé de réduire de moitié l'exposition à l'Italie afin de se repositionner sur différents pays de l'UE en notation AAA ». In fine l'observation est maintenue.*

## **2.4. La politique est principalement orientée vers la performance, au détriment de la prise en compte du risque**

### **2.4.1. Une politique essentiellement axée sur la rentabilité**

[115] Si le début du règlement financier mentionne de façon très générale les objectifs de rentabilité et de sécurité, la préoccupation du rendement l'emporte à mesure que ses dispositions gagnent en précision.

[116] On note ainsi que l'atteinte des objectifs de sécurité et de rentabilité est, selon le règlement, permise par les règles prudentielles et « par le suivi des processus de gestion afin de sélectionner les actifs qui optimisent le rendement » : la sécurité n'est donc plus mentionnée comme un mode de sélection des actifs.

[117] Cet objectif de rentabilité se traduit notamment par des cibles de performance globale du portefeuille fixées par la caisse.

[118] Pendant longtemps, la cible de rendement, telle qu'elle servait d'hypothèse aux projections à long terme du régime réalisées notamment par le modèle MODECO, était un rendement égal à 3% + inflation. Plus récemment, cette cible a été révisée à la baisse, à 2,5% + inflation, auxquels sont ajoutés les résultats de la réalisation sur 20 ans de 50% des plus-values latentes constatées fin 2010. L'atteinte de cette cible a constitué l'objectif principal de la définition de l'allocation stratégique, notamment en 2005.

[119] Les marges de l'allocation stratégique ont été utilisées pour adopter un profil plus exposé au risque actions, ainsi qu'en témoignent les propos du directeur de la caisse au conseil d'administration de mars 2007 : « À l'intérieur des marges fixées par le conseil, [le directeur] rappelle que les choix d'investissement de la Caisse l'ont porté à avoir une poche actions toujours supérieure à l'allocation stratégique. Il souligne également que la Caisse est allée au-delà des recommandations formulées en leur temps par les experts [...], en renforçant la poche actions au détriment de la poche obligations dans l'allocation stratégique ».

**Réponse de l'organisme :** *Ce propos sur la poche actions a été prononcé en mars 2007, en réponse à un administrateur souhaitant que la poche actions soit renforcée au détriment de la poche obligataire. En l'occurrence, le terme toujours est à prendre dans le sens de encore. La surpondération des actions a été fréquente, mais pas systématique : à titre d'exemple fin 2008, la poche actions était nettement sous-pondérée, avant de remonter en 2009.*

**Observation de la mission :** *Vu. Toutefois le portefeuille de la caisse, s'il n'est pas systématiquement surpondéré en actions, l'est presque toujours et l'exemple cité est une exception sur la période. La mission maintient donc ses observations.*

[120] Le choix, en 2008, d'une cible d'allocation stratégique maintenant une part plus grande d'actions et une part plus réduite d'obligations que les recommandations de l'étude du cabinet PIERRE LAVERSANNE traduisent également ce choix en faveur du rendement.

[121] Cette orientation globale se retrouve pour chaque classe d'actifs : la sélection des actifs est déterminée par une cible de performance égale ou supérieure à celle de l'indice de référence, sans définition d'une comparaison de volatilité entre les portefeuilles et les indices.

[122] Ce primat de la préoccupation de la performance dans la définition de la politique de placements se retrouve dans le suivi des résultats de la politique de placements :

- le pilotage par la direction de la caisse de la gestion interne du portefeuille est presque exclusivement orienté vers les considérations de performance du portefeuille : le règlement financier mentionne une mesure mensuelle de la seule performance, et un contrôle de gestion orienté vers « le calcul et l'analyse de la performance du portefeuille, et sa comparaison à des indices de marché ». Les objectifs assignés aux gérants salariés par la caisse sont formulés en termes de performance (et non de risque) et le reporting de leurs arbitrages ne porte que sur la performance. Dans le cadre du suivi de leur action, ces gérants sont évalués sur les arbitrages effectués en fonction de la performance obtenue (comparaison du rendement sans/avec arbitrage, cf. annexe 7). Aucun indicateur de risque n'est mis en place de manière systématique. Au mieux, les règles de dispersion, l'allocation tactique ou la notation des actifs obligataires en font office.
- le reporting des gestionnaires de fonds dédiés, tel qu'il est prévu par le règlement financier, doit permettre la comparaison des performances.

#### 2.4.2. Une insuffisante prise en compte des risques

- [123] Il n'existe pas de cible équivalente à 3%+inflation en termes de sécurité, de volatilité ou de risque. Le règlement financier dispose que « *la politique de placement adoptée doit combiner les actifs entre eux de façon qu'à tout moment le rendement visé soit le plus élevé compte tenu du risque maximum accepté* », mais sans définir ce niveau de risque.
- [124] Les références aux notions de risque et de volatilité sont rares dans les documents d'orientation de la politique de placements.
- [125] En réponse à une question d'un administrateur lors du conseil d'administration du 11 septembre 2008 sur l'information de la commission financière sur les indicateurs de mesure du risque, le premier temps de la réponse de la direction de la caisse est le suivant : « *le premier instrument de gestion du portefeuille est l'allocation stratégique, revue chaque année ; le second instrument de pilotage réside dans les marges de fluctuation des différentes classes d'actifs, déterminées elles aussi annuellement par le conseil d'administration.* ». L'allocation stratégique, assortie de ses marges, est donc le principal outil de gestion et de pilotage du portefeuille, en lieu et place de toute politique du risque ; on note que cette première partie de la réponse du directeur répond mal, à cet égard, à la question de l'administrateur.
- [126] La suite de la réponse précise que « *le service financier réalise en interne des calculs plus ou moins sophistiqués d'appréciation du risque par rapport à la composition du portefeuille résultant de l'allocation stratégique [...] les calculs de VAR (value at risk, c'est-à-dire la probabilité de perte maximale à un horizon donné) effectués sur le portefeuille actuel de la Caisse montrent que celui-ci est à peine plus risqué que celui de l'allocation stratégique sur la base des corrélations historiques existant entre les différentes classes d'actifs détenues.* »
- [127] Cela confirme en outre que la démarche d'appréciation du risque ne se fait que par comparaison au portefeuille résultant de l'allocation stratégique – qui constitue la seule référence – et non à une cible exogène en termes de sécurité.

#### 2.4.3. L'allocation stratégique n'est pas assortie d'une cible de niveau de risque pour chaque classe d'actifs

- [128] Lors du Conseil d'administration du 15 septembre 2011, un administrateur exprime le souhait que la politique de placements évolue pour intégrer la notion de risque : « *lors de la définition de l'allocation stratégique, chaque classe d'actifs doit être associée à un niveau de risques et ce, en fonction de l'horizon de placement. Il propose que ce point, insuffisamment précisé dans le rapport du dernier expert, soit approfondi dans les deux ans à venir lors des prochaines réflexions sur l'allocation d'actifs* ». Cette demande n'a pas été mise en œuvre au moment des investigations.

**Réponse de l'organisme :** *Cette demande sera naturellement prise en compte lors de la prochaine revue de l'allocation stratégique.*

**Observation de la mission :** *Vu.*

- [129] Or, la quantification et le suivi des risques sont des conditions sine qua non à tout processus d'investissement. Si l'analyse et la quantification des risques sont indispensables avant toute acquisition, celles-ci doivent également s'inscrire dans un processus continu afin de garantir que le niveau de risque pris, mesurés par tous les indicateurs jugés pertinents, est en adéquation avec l'appétence au risque de la caisse et compatible avec son objectif d'équilibre sur le long terme.
- [130] L'absence de tels indicateurs peut laisser croire en une absence de risque dans la mesure où il n'existe aucun élément permettant d'assurer l'existence de ces derniers.

[131] Le principe de sécurité recouvre à la fois les notions de risque de défaut et de risque de perte de valeur. S'agissant du risque de défaut, il est d'usage de l'appréhender par la qualité de l'émetteur et des contreparties, le recours à des garanties<sup>14</sup> ou encore l'existence d'une éventuelle couverture.

[132] La CRPN impose des limites d'investissement par notation de crédit (AAA, AA, etc.) mais ne traite pas la question des émetteurs individuels y compris d'autres instruments (actions par exemple). En particulier, l'exposition totale aux émetteurs ou groupes d'émetteurs ayant un poids important au sein du portefeuille n'est pas évaluée. Cette évaluation gagnerait à être réalisée afin de mesurer le risque de concentration et d'anticiper les effets d'un éventuel défaut.

**Réponse de l'organisme :** *Cette évaluation sera présentée au conseil. Toutefois, compte tenu :*

- de la taille (en maximum et en moyenne) des lignes détenues en direct,
- de celle des fonds délégués,
- des ratios réglementaires à l'intérieur des fonds,
- et de la répartition des encours entre différents gérants,

*la dispersion du portefeuille actions (toutes zones confondues) entre émetteurs ne permet pas, **par construction**, d'avoir une ligne représentant plus de 25 M€, soit 2% du portefeuille actions ou 0,65% des réserves totales (mobilières et immobilières).*

*En pratique, la plus grosse ligne du portefeuille actions européennes Royal Dutch Shell représente 14M€ fin 2011 et 18M€ fin juin 2012, soit un peu moins de 0,45% des réserves totales.*

*Le constat est encore plus net pour les actions US : la plus grosse ligne est Apple, plus grosse capitalisation mondiale, avec une exposition de 12,5 M€ à fin juin 2012, soit 0,3% des réserves.*

*Si on ajoute l'exposition en titres de taux, les lignes corporate ou bancaires ne dépassent pas, selon nos limites de risque, 2% du portefeuille obligataire, soit environ 31M€ (21 à 23M€ pour RBS, BNPP, Citigroup, Crédit Agricole et Rabobank, chiffres du même ordre de grandeur fin 2011 et fin juin 2012), soit 0,75% des réserves totales.*

*A aucun moment donc, toujours de par la construction du portefeuille, un émetteur (ou groupe émetteur) ne peut dépasser 1,4% (0,65%+0,75%) des réserves totales. De plus, les principaux risques en titres de taux sont assez classiquement des banques, qui ne sont pas les lignes majeures des portefeuilles actions, l'exposition maximale actions+taux, ne dépassera que très exceptionnellement en pratique, 1,2% des réserves.*

**Ce ratio de dispersion paraît, sur un plan technique, répondre pleinement à la vision protectrice des règles de dispersion mentionnée par la mission.**

*Il est précisé que dans le tableau de suivi des limites du portefeuille obligataire, les limites par émetteurs s'entendent par groupe d'émetteurs.*

**Observation de la mission :** *La caisse ne démontre pas en quoi la construction de son portefeuille rend impossible les concentrations : en pratique, plusieurs gérants peuvent intervenir sur les mêmes instruments simultanément sans coordination. Tant qu'elle ne s'en assure pas explicitement dans le cadre d'un contrôle interne approprié le risque relevé demeure. Observation maintenue.*

---

<sup>14</sup> Par exemple, des hypothèques pour des prêts, des garanties bancaires ou accordées par des entreprises d'assurance.



- [133] Les dernières années ont montré les conséquences qui pouvaient résulter d'une confiance trop grande dans les notes des agences de notation. Il conviendrait donc que la caisse menât des analyses crédit plus approfondies et que ces dernières fussent révisées périodiquement. La caisse doit être en mesure d'avoir une opinion propre sur le risque de crédit. On observera en ce sens que, si la notation des actifs obligataires est un critère d'investissement, tel n'est pas le cas en matière de désinvestissement : la caisse n'est pas tributaire de manière aveugle des agences notation, ce qui est un point positif.
- [134] S'agissant du risque de perte de valeur, une attention particulière doit être portée sur les titres très volatils<sup>15</sup> et les titres présentant des risques atypiques et / ou non linéaires tels que les produits structurés, les produits de titrisation ou les produits de gestion alternative.
- [135] Il n'existe pas par ailleurs de contrainte, autre que l'allocation stratégique, venant limiter et encadrer la prise de risque. Le document suivant, fourni par la CRPN, illustre ce dernier point.

**Encadré : Processus de notation (extrait)**

- Analyse du secteur d'activité du titre.
- Examen du parcours boursier du titre.
- Prise en compte de la note du consensus Bloomberg.
- Comparaison avec la note du consensus Jacques Chahine.
- Rapprochement avec les diverses études fournies par nos sociétés de bourse ainsi que les avis de leurs sales.

**Illustration avec un de nos derniers changements de recommandation, à savoir Syngenta :**

- Secteur d'activité :

*Dans un scénario de reprise aux États-Unis, une poursuite de la pentification de la courbe des taux est à prévoir.*

*Ceci est toujours favorable aux cycliques et au secteur de la chimie en particulier.*

*De plus, la chimie est très en retard par rapport aux autres secteurs des produits de base.*

*Un effet de rattrapage peut être logiquement envisagé.*

*D'ailleurs, une semaine après notre comité actions, la Société Générale publiait une étude où elle passait de sous-pondérer à surpondérer sur ce secteur.*

- Examen du parcours boursier :

*Depuis le dernier comité, la valeur a connu un très beau parcours boursier : Voir la capture d'écran n°1 ci-dessous. Toutefois, sur plus longue période, nous avons : Voir la capture d'écran n°2 ci-dessous. Comme nous l'avons écrit précédemment, un effet de rattrapage est à prévoir.*

- Consensus Bloomberg : *Voir la capture d'écran n°3 ci-dessous. Sur la note maximale de 5, Syngenta obtient 4.091 avec 68.18% d'analystes qui sont à l'achat, 27.27% neutres et 4.55% à la vente.*

- Consensus Jacques Chahine : Syngenta

*Opinions Acheter (1 mois) 10*

*Opinions Surpondérer (1 mois) 6*

*Opinions Conserver (1 mois) 3*

*Opinions Souspondérer (1 mois) 0*

*Opinions Vendre (1 mois) 0*

*Là aussi, nous pouvons voir que la grande majorité des cabinets d'analyse est positive sur ce titre.*

*De plus, les opinions d'achats sont plus nombreuses que les opinions accumuler.*

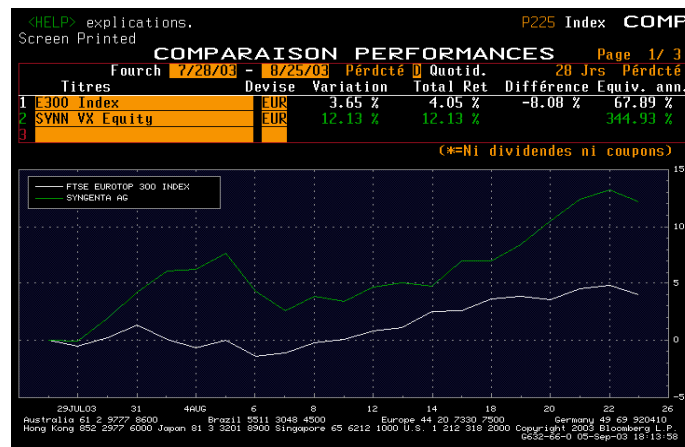
- Opinions des sociétés de bourse avec lesquelles nous travaillons :

*Là encore, les avis sont unanimes quant au potentiel de hausse ainsi que la qualité des fondamentaux du titre suisse. En guise d'illustration, l'objectif de cours d'Exane est de 95 CHF, ce qui conférerait au titre un upside de plus de 15% à fin août 03.*

*Tout ceci justifiait donc un upgrade de notre notation de 4 vers 5.*

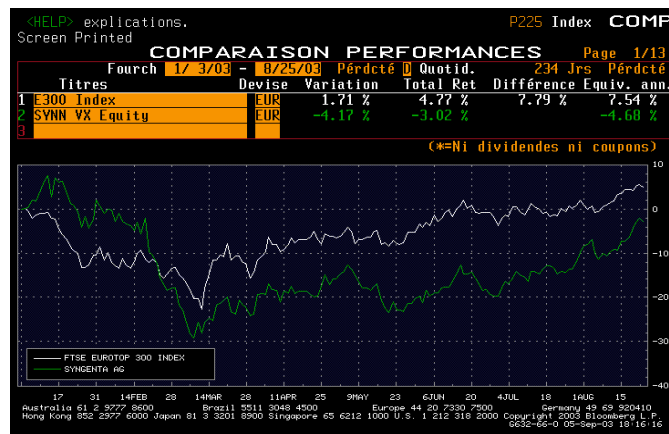
<sup>15</sup> Par exemple les actions des pays émergents.

Schéma 1 : Capture d'écran n°1



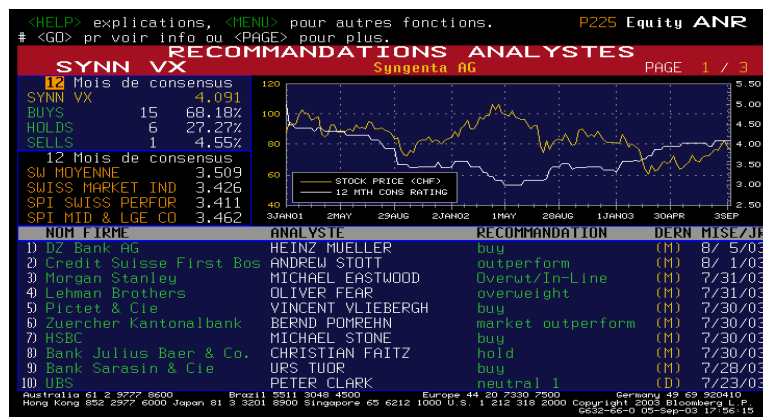
Source : CRPN.

Schéma 2 : Capture d'écran n°2



Source : CRPN.

Schéma 3 : Capture d'écran n°3



Source : CRPN.

[136] À tout moment de l'analyse, seules sont présentées des considérations liées à la performance. Il n'est aucunement fait mention des risques.

**Réponse de l'organisme :** *Le processus de notation interne d'actions européennes n'est qu'un élément de l'analyse et de la veille du marché par le gérant interne. Il n'est pas révélateur de l'ensemble de ses éléments de réflexion. Tout seul, ce processus n'entraîne aucun acte d'achat ou de vente. La mission aura pu constater que le portefeuille d'actions détenues en direct comportait des actions notées 3, 4 ou 5. La composition sectorielle de ce portefeuille est depuis longtemps moins exposée aux secteurs à risque (banques, matières premières) que les grands indices.*

*Ce moindre risque sectoriel ne s'est pas retrouvé dans les calculs de volatilité globale du portefeuille direct, dans la mesure où il a été plus qu'annulé par une surpondération en valeurs françaises (tous secteurs) qui ont été plus volatiles que la moyenne des pays européens.*

**Observation de la mission :** *La caisse ne répond pas aux observations de la mission qui illustrent le manque de formalisation et d'encadrement de la prise de risque. L'observation est maintenue.*

[137] La caisse envisage toutefois de généraliser l'utilisation d'indicateurs de risques. Depuis mai 2010, elle dispose d'un reporting produit en externe par la société RISK DATA. Ce dernier est construit par sur la base de l'historique de performances produit par la caisse.

[138] Les indicateurs calculés ne tiennent donc compte ni de la structure du portefeuille spécifique de la caisse, ni de sa composition, ni des évolutions des différents périmètres. En particulier, l'utilisation des rendements passés n'est pas adaptée à la poche diversifiée et aux produits structurés. Les produits entrant dans ce périmètre peuvent connaître des évolutions significatives et subites. Or, un indicateur de risque vise à évaluer la magnitude de la perte possible dans certains cas jugés défavorables. Si de tels cas ne se sont pas réalisés par le passé, leur prise en compte au moyen de l'historique de performances n'est pas possible. De fait, l'analyse des rendements d'un produit structuré comportant des barrières n'ayant pas été activées à ce jour ne donne aucun renseignement sur le comportement du produit une fois ces barrières franchies.

[139] L'utilisation de tels modèles présente deux difficultés. Sur le fond, la capacité d'un modèle (en particulier lorsqu'il se base sur les seuls rendements passés) à décrire correctement la réalité est douteuse. D'un point de vue opérationnel, le modèle fournit seulement des indicateurs à court terme (VaR à échéance d'un mois par exemple) dont les gérants ne connaissent pas forcément le processus de construction.

[140] Ces analyses sont supposées être discutées en comité financier mais n'ont pas donné lieu à des actions pendant la période sous revue. A la date des investigations, elles ne sont pas utilisées sur le plan opérationnel. La caisse affirme qu'il est question de les développer sans autre précision.

## **2.5. Des décisions stratégiques non discutées par le conseil d'administration**

[141] La caisse a connu plusieurs événements qui auraient dû la conduire à s'interroger sur sa politique de placement :

- À l'occasion du litige ayant opposé la caisse à la société CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ CHEUVREUX et de l'affaire GLOBAL EQUITIES (cf. *infra*) ;
- Lors de la réforme récente du régime des personnels navigants (décret n°2011-1500).

[142] Ces événements n'ont pas au regard des documents fournis, suscité de discussion de la politique générale de réserves, et donc de placements : l'intérêt de détenir des placements, les objectifs de gestion, les horizons de placements, la politique de constitution et de liquidation des réserves ne semblent pas avoir fait l'objet de discussions approfondies. L'organisation générale de la caisse n'est pas plus remise en cause. Du point de vue de la mission deux choix stratégiques auraient particulièrement mérité d'être explicités :

- Le choix d'une gestion active plutôt que celui d'une gestion passive. La gestion active, qui fait l'hypothèse qu'il est possible de manière continue et sur longue période de « battre les marchés financiers », est pourtant généralement plus porteuse de risques (notamment discrétionnaires et opérationnels) qu'une gestion passive ayant pour seul objectif de les suivre.
- Le choix d'une gestion largement internalisée, supposant le recrutement de trois gérants, deux salariés en back office et un responsable de service ainsi que des moyens matériels (abonnements FININFO ou TELEKURS, par exemple).

**Réponse de l'organisme :** *Le choix d'une gestion active plutôt que d'une gestion passive sera à nouveau présenté au conseil.*

*Il est rappelé qu'une gestion passive (fonds indiciels, trackers) procure par construction une rentabilité systématiquement inférieure aux indices de référence à hauteur des frais de transaction et de gestion, pour un risque identique. Le choix d'une gestion passive entraînerait également des ajustements de position réguliers pour maintenir l'allocation cible et/ou le budget de risque.*

**Observation de la mission :** *La réponse est très insatisfaisante. La caisse ne justifie pas pourquoi des ajustements de position réguliers sont inacceptables dans le cadre d'une gestion passive alors qu'ils le deviennent dans celui d'une gestion active, alors même que les mouvements sont d'une ampleur sensiblement moindre dans le premier cas que dans le second. La caisse ne démontre pas en quoi les frais induits par la détention d'un tracker ou d'un fonds indiciel sont supérieurs à ceux observés dans le cadre d'une gestion active. La caisse ne justifie pas en quoi il est plus problématique d'adopter une stratégie conduisant à un rendement moindre plutôt qu'une stratégie conduisant à un risque plus élevé. Il appartient au conseil d'administration de se prononcer sur les avantages et inconvénients comparés d'une gestion active, passive ou adossée. La mission lui recommande toutefois de disposer d'un dossier étayé justifiant les avantages et les inconvénients des stratégies possibles et répondant, notamment, aux questions posées ici. Il lui appartient également de se faire conseiller s'il n'estime pas détenir de compétences suffisantes.*

[143] Au total la mission recommande de revoir la politique de placement de la caisse selon les axes suivants :

- Revoir les hypothèses faites sur les engagements et notamment celles portant sur l'évolution de l'emploi ;
- Combiner les objectifs de rendement avec des niveaux de risques acceptables formalisés
- Soumettre les résultats de ce travail à une délibération formelle du conseil d'administrations

**Recommandation n°1 :** *Revoir la politique de placement au regard des engagements, de l'intégration d'objectifs de risque (niveau de risque par classe d'actif) et la soumettre à la délibération du conseil d'administration.*

[144] A cette recommandation générale s'ajoutent quatre recommandations plus techniques complémentaires :

**Recommandation n°2 :** *Mesurer l'exposition par émetteur et groupe d'émetteurs (risque de concentration).*

**Recommandation n°3 :** *Inclure des règles relatives aux produits admis et interdits.*

**Recommandation n°4 :** *Inclure des critères de choix entre actifs au sein des actifs admis de l'allocation stratégique.*

**Recommandation n°5 :** *Préciser les modalités de gestion des différentes poches.*

**3. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS EST MARQUEE PAR UNE INFORMATION INSUFFISANTE DES ADMINISTRATEURS, UN CONTROLE, INTERNE PERFECTIBLE, ET L'ABSENCE DE PROCEDURE FORMALISEE DE MISE EN CONCURRENCE DES INTERVENANTS EXTERNES**

[145] La mission a pris connaissance de l'organisation et des procédures de fonctionnement de la caisse dans la mesure où cela lui était nécessaire pour évaluer la mise en œuvre de la politique de placement faisant l'objet du contrôle, mais elle n'en a pas fait l'audit. Ont été audités, dans le seul champ de la gestion des placements, la gouvernance de la caisse et son contrôle interne. **De ce fait, les observations faites ici ne sont en aucune manière directement transposables aux autres aspects de son fonctionnement et notamment la gestion du régime.**

**3.1. *L'information des administrateurs sur les comptes et les risques est insuffisante***

**3.1.1. Un conseil d'administration peu au fait des risques auxquels la caisse s'expose**

3.1.1.1. Une commission financière exclusivement informée de la performance du portefeuille

[146] Les rapports de la commission financière s'intéressent particulièrement au rendement (ou à la performance) des actifs financiers détenus. La performance du portefeuille est évaluée soit de manière absolue, soit relativement à un indice de référence. Les facteurs explicatifs de la performance sont :

- l'effet allocation, censé mesurer la part du choix de la classe d'actifs dans la performance du portefeuille.
- l'effet sélection, censé mesurer, pour une classe d'actifs donnée, la part du choix de l'actif dans la performance du portefeuille.

[147] Les indicateurs de risque usuels (volatilité, notamment) sont absents des considérations de la commission financière.

[148] Les rapports de la commission financière, qui irriguent à titre principal la discussion sur les placements de la caisse, présentent ainsi en détail les données relatives à la performance du portefeuille, mais omettent totalement le risque qu'il présente comme le montre le tableau suivant :

Tableau 11 : Sujets évoqués en commission financière (2006-2011) sur le comportement du portefeuille

Commission financière	Performance			Attribution de la performance	Indicateurs de risque
	portefeuille	Indices de référence	marchés		
1 <sup>er</sup> mars 2006	■	■	□	■	□
31 mai 2006	■	■	■	■	□
6 septembre 2006	■	■	■	□	□
29 novembre 2006	■	■	■	□	□
6 mars 2007	■	■	□	□	□
5 juin 2007	■	■	■	■	□
11 septembre 2007	■	■	■	■	□
4 décembre 2007	■	■	■	■	□
11 mars 2008	■	■	■	□	■
3 juin 2008	■	■	■	□	□
9 septembre 2008	■	■	■	□	□
1 <sup>er</sup> décembre 2008	■	■	■	■	□
2 février / 25 mars 2009	■	■	■	□	□
8 juin 2009	■	■	■	□	□
14 septembre 2009	■	■	■	■	□
30 novembre 2009	■	■	□	■	■
24 mars 2010	■	■	■	■	■
7 juin 2010	■	■	■	■	□
13 septembre 2010	■	■	□	■	□
29 novembre 2010	■	■	□	■	□
24 mars 2011	■	■	□	□	□
6 juin 2011	■	■	□	□	□
12 septembre 2011	■	■	□	■	□
28 novembre 2011	■	■	■	■	□

Source : Mission IGAS sur la base des rapports de la commission financière produits par la CRPN.  
 Lecture : un ■ signifie que le point a été évoqué, un □ signifie que le point n'a pas été évoqué ou ne figure pas dans le procès-verbal.

[149] Les informations récurrentes présentent le rendement des différentes poches d'actifs, comparé aux indices de référence, mais non des indicateurs de risque. Des documents spécifiques au risque n'ont été présentés qu'à trois occasions :

- un glossaire des indicateurs de risques (volatilité<sup>16</sup>, ratio de Sharpe<sup>17</sup>, tracking error<sup>18</sup> et Value at risk<sup>19</sup>) et une présentation d'un reporting du 31/12/2007 comportant une diapositive d'analyses de risque, à la commission du 11 mars 2008 ;

<sup>16</sup> La volatilité « mesure l'importance des fluctuations de valeur d'un actif et donc son risque. Elle se calcule mathématiquement par l'écart-type des rentabilités de l'actif » (rapport de la commission financière du 11 mars 2008).

<sup>17</sup> Le ratio de Sharpe « est le quotient de l'excès de rentabilité par rapport au taux sans risque divisé par la volatilité. Il est utilisé pour comparer la performance des portefeuilles » (rapport de la commission financière du 11 mars 2008).

<sup>18</sup> La tracking error « est la mesure du risque relatif pris par un fonds par rapport à son indice de référence. Elle est donnée par l'écart-type annualisé des performances relatives d'un fonds par rapport à son indice de référence. Plus la tracking error est faible plus le fonds ressemble à son indice de référence en terme de risque » (rapport de la commission financière du 11 mars 2008).

<sup>19</sup> La Value at risk « correspond au montant de pertes qui ne devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel donné » (rapport de la commission financière du 11 mars 2008).

- une évaluation de la performance et de la volatilité le 30 novembre 2009 et le 24 mars 2010.

### 3.1.1.2. Une demande d'information sur les risques présentée par certains administrateurs mais non satisfaite à ce jour

[150] Cette faible information des administrateurs sur le risque a conduit à des demandes de la part de certains d'entre eux, comme au CA du 11 septembre 2008 : « *Outre l'information sur la performance des réserves, [un administrateur représentant des affiliés] considère qu'il serait intéressant que les membres de la commission financière puissent disposer d'indicateurs de mesure du risque pris par la Caisse dans le cadre de la gestion du portefeuille. [Un administrateur représentant des employeurs] comprend cette préoccupation* ». Plus loin dans la discussion, le même administrateur précise « *que ses interrogations ne conduisaient nullement à mettre en doute les capacités des services de la caisse à gérer ce portefeuille mais relevaient plutôt d'un problème d'information. Il souhaite que les administrateurs puissent disposer d'indicateurs simples qui leur permettent de comprendre que tel élément est un peu plus risqué que tel autre, comme cela se pratique dans d'autres sociétés. Ainsi, il se demande si la surperformance du portefeuille constatée ces deux dernières années par rapport à l'objectif n'est pas liée à une exposition au risque supérieure.* »

[151] La direction de la caisse répond alors que « *en matière de mesure du risque pris, [...] le service financier réalise en interne des calculs plus ou moins sophistiqués d'appréciation du risque par rapport à la composition du portefeuille résultant de l'allocation stratégique ; ils ont fait l'objet d'une première présentation en commission financière au mois de mars dernier mais ils doivent être améliorés, notamment sur un plan pédagogique, en vue d'une bonne compréhension par les membres de la commission financière. Il complète son propos en indiquant que les calculs de VAR (value at risk, c'est-à-dire la probabilité de perte maximale à un horizon donné) effectués sur le portefeuille actuel de la Caisse montrent que celui-ci est à peine plus risqué que celui de l'allocation stratégique sur la base des corrélations historiques existant entre les différentes classes d'actifs détenues.* »

[152] La personne responsable du service financier « *ajoute que les indicateurs de risques présentés en mars dernier continuent à être suivis car ils sont intéressants, même s'ils ne sont pas faciles à manier rapidement et pourront donc être présentés de nouveau aux membres de la commission financière. Dans un premier temps, elle propose de commencer par la présentation d'indicateurs simples tels que la volatilité du portefeuille* ».

[153] Le même administrateur réitère cette demande le 15 septembre 2011 : « *avec la crise actuelle et les difficultés du monde bancaire et financier, il est de plus en plus difficile de se faire une idée exacte du niveau de risque généré par les investissements de la caisse, alors que le reporting sur la performance et le rendement de ceux-ci est assez complet.* »

[154] La mission constate qu'aucune présentation systématique de tels indicateurs ne figure dans les rapports de la commission financière (ni dans ses documents préparatoires), malgré la demande formulée lors de la séance de décembre 2008 par la présidente, de mettre en place « *une série de tableaux permettant de mieux informer, tant la commission financière que le conseil, sur cette problématique* ».

### 3.1.1.3. Des réponses aux questions des administrateurs qui sous-estiment le niveau de risques

[155] Non seulement la notion de risque est peu présente dans la politique de la caisse et dans l'information des administrateurs, mais, dans certains cas, l'information donnée par les services de la caisse au conseil a pu être marquée par une très forte sous-estimation des niveaux de risques.

- [156] Au conseil d'administration de septembre 2008, en réponse à la question d'un administrateur sur le point de savoir si la bonne performance du portefeuille de la caisse n'était pas due à une plus forte exposition au risque, la personne responsable du service financier avait « *confirm[é] qu'une surperformance peut être associée à un risque marginal par rapport à l'indice* ».
- [157] Indiquer « *qu'une surperformance peut être associée à un risque marginal par rapport à l'indice* » est une approche limitée et réductrice du risque : le risque n'est apprécié que par rapport à l'indice – ce qui confirme l'absence de cible de risque – et le risque n'est présenté que comme une possibilité, sans que soit présentée la notion de risque marginal.
- [158] Lors du conseil d'administration de mars 2007, en réponse à diverses questions d'un administrateur, la personne responsable du service financier « *précise que* :
- *les EMTN sont des titres de dettes émis par des banques, d'une grande souplesse d'émission, pouvant être adossés à certains actifs permettant d'offrir un rendement élevé, dans une enveloppe de risque donnée. À titre d'exemple, elle décrit les caractéristiques des « autocall » souscrits en mai 2006 ;*
  - *les EMTN souscrits par la Caisse sont effectivement des émissions fabriquées sur mesure, mais avant la souscription il y a une mise en concurrence entre plusieurs contreparties afin de s'assurer de la justesse du prix proposé. Puis au cours de la vie de ce produit, sa valorisation est suivie régulièrement* ».
- [159] L'information délivrée sur les EMTN, telle qu'elle ressort de ce compte-rendu, est biaisée : la « *souplesse d'émission* » minore le risque de liquidité, le rendement élevé est mentionné mais le risque est formulé de manière très elliptique voire obscure (« *au sein d'une enveloppe de risque donnée* » jamais précisée) ; les problèmes de valorisation de ces produits ne sont pas mentionnés. La mission a par ailleurs analysé l'un de ces EMTN exposant la caisse au risque de crédit (voir infra).

#### 3.1.1.4. La ventilation des placements par catégories du décret est incorrecte

- [160] Le chapitre 4 du présent rapport traite en détails la question de la conformité des placements aux dispositions du décret n°2002-1314.
- [161] Le classement des divers actifs dans les catégories réglementaires mentionnées par ledit décret apparaît perfectible. De fait, une part non négligeable du portefeuille, 7 % en valeur nette comptable à fin 2011, n'est pas admissible au sens du décret n°2002-1314.

**Réponse de l'organisme :** *La CRPN a fait une lecture directe du décret 2002-1314 dans la définition des actifs éligibles. cf réponse au paragraphe [22] de la synthèse.*

**Observation de la mission :** *Au-delà des dispositions réglementaires les propres dispositions du règlement financier de la CRPN montrent que la caisse entendait imposer les contraintes réglementaires pesant explicitement sur les actifs détenus en direct à ses fonds dédiés. Cf. réponse aux paragraphes [12] et [22] de la synthèse. Observation maintenue.*

- [162] Le règlement financier de la CRPN prévoit pourtant que les différents ratios réglementaires, tels qu'imposés par le décret n°2002-1314, sont vérifiés systématiquement à chaque fin de mois. Un tableau figurant notamment dans le rapport annuel affirme le respect des contraintes réglementaires. La présentation du document qui ne sépare pas clairement les éléments certifiés par le commissaire aux comptes de ceux qui ne le sont pas peut laisser penser que ce tableau est certifié alors qu'il ne l'est pas.

**Recommandation n°6 :** **Inclure dans la mission du commissaire aux comptes la certification du tableau attestant le respect des contraintes réglementaires**



[163] Ces vérifications et ce reporting donnent l'impression non fidèle aux administrateurs d'une gestion conforme à la réglementation.

### 3.1.2. L'information des administrateurs sur les comptes pourrait être améliorée

[164] La mission n'a pas d'observations majeures sur les données comptables et financières dont disposent les administrateurs qui sont les données comptables d'usage, incluses dans le rapport d'activité. A cet égard il serait utile de distinguer formellement les informations certifiées par le commissaire aux comptes de celles qui ne le sont pas.

#### 3.1.2.1. Les administrateurs ont une information incomplète sur les coûts de gestion du portefeuille

[165] Les administrateurs ne sont pas informés de manière détaillée sur les divers frais supportés par les instruments détenus par la caisse (voir *infra*). En outre, le mode de comptabilisation des actifs retenu par la caisse conduit à inscrire au bilan le montant d'acquisition (« prix de marché ») augmenté des frais de courtage. Cela conduit à passer ces frais en dotation aux dépréciations plutôt qu'en charges financières. Celles-ci sont donc probablement plus élevées que ce qui est indiqué chaque année dans les comptes au titre des frais de gestion. Si l'ordre de grandeur de ces frais devait atteindre des montants significatifs, c'est la sincérité des comptes qui pourrait être remise en cause.

**Réponse de l'organisme :** *Le suivi analytique des frais de courtage est effectué régulièrement. Le montant 2011 de ces frais a été communiqué à la mission et s'élève à 158,8 K€. L'ordre de grandeur n'est pas de nature à remettre en cause la sincérité des comptes.*

*Les frais de courtage font partie du coût d'acquisition des actions et en accord avec les règles comptables applicables, ces frais continueront d'être intégrés dans le montant des opérations réalisées. Ces frais, très suivis et très contrôlés en interne ainsi que par le contrôleur externe, feront l'objet d'une communication aux instances de la CRPN.*

**Observation de la mission :** *La réponse confirme l'absence d'information des administrateurs en dépit de l'existence d'un suivi analytique. On peut regretter, s'il est effectivement régulier, que la caisse n'ait communiqué à la mission que l'année 2011. Vu pour l'engagement pris.*

### **Recommandation n°7 : Isoler et chiffrer le montant des frais de courtage supportés par les titres détenus directement par la caisse.**

#### 3.1.2.2. Il est nécessaire que la tutelle fixe un cadre réglementaire en matière comptable

[166] La CRPN dispose d'un plan comptable spécifique ; le responsable du service comptable a indiqué qu'il lui avait été confié la mission de trouver un plan comptable de référence mais que pour des raisons de priorité d'allocations du temps cette tâche n'a pas été effectuée. Ce point n'a aucune influence sur la gouvernance et le suivi de la politique de placement

[167] Dans ce domaine la caisse n'est soumise à aucune disposition réglementaire. En effet le plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS) est rendu obligatoire pour les régimes obligatoires de base par l'article L. 114-5 du code de la sécurité sociale. Cette obligation est étendue aux institutions de retraite complémentaires et à leurs fédérations par l'article R. 922-54 du CSS pour les institutions paritaires instituées par accord collectif et regroupées au sein de l'AGIRC et de l'ARCCO avec la possibilité d'y apporter des modifications nécessaires à l'exercice de leur mission, après avis conforme du conseil national de la comptabilité.

**Réponse de l'organisme :** *En l'absence de dispositions spécifiques, la réglementation prévoit l'application du plan comptable général (PCG), ce que fait la CRPN. Le PCG n'a pas généré d'inconvénients dans la présentation des comptes. La CRPN s'adaptera naturellement à une éventuelle nouvelle disposition réglementaire.*

**Observation de la mission :** *Vu.*

[168] Il serait pertinent qu'un cadre réglementaire soit fixé pour la CPRNPAC. La reprise du PCUOSS tel qu'adapté pour l'AGIRC et l'ARRCO apparaît comme une solution logique, sous réserve de spécificités particulières à la caisse dont la mission n'aurait pas connaissance.

**Recommandation n°8 :** **Fixer par voie réglementaire le plan comptable applicable.**

### **3.1.3. Les administrateurs entérinent largement les propositions des services**

[169] Les décisions du conseil d'administration en matière de placements sont dans une large mesure préparées par la commission financière qui en émane et composée, outre le président et le vice-président, de onze administrateurs ainsi que des services de la caisse (généralement le directeur général assisté de la personne en charge du service financier). Un « bureau financier », composé des services de la caisse et de quelques administrateurs intéressés a été mis en place courant 2008. Cet organe semble avoir une existence largement informelle : il n'est mentionné ni dans les procès-verbaux des conseils d'administration, ni dans les rapports de la commission financière.

#### **3.1.3.1. Une commission financière se contentant d'enregistrer les propositions des services de la caisse**

[170] Les rapports de la commission financière sont pour l'essentiel une reprise du document présenté par les services de la caisse. Ces rapports sont généralement structurés en quatre parties :

- Un point de conjoncture générale, occupant environ la moitié du document ;
- Un point sur la performance des réserves ;
- La politique d'investissement proposée ;
- L'allocation stratégique de la caisse, présentée sous forme de tableau retraçant pour chaque grande catégorie d'actifs l'allocation cible et les fourchettes d'évolution autour de cette cible.

[171] En l'absence de compte-rendu des débats, la comparaison (voir annexe 5) entre les propositions des services de la caisse et le rapport de la commission financière montre que celle-ci n'a, d'un point de vue décisionnel, qu'un rôle de chambre d'enregistrement.

[172] L'intérêt principal de cet organe pourrait alors reposer dans la formation que les administrateurs y recevraient. Toutefois, la plupart des séances de la commission financière s'ouvre avec une présentation de conjoncture générale effectuée par un économiste dans le cadre du contrat signé entre la caisse et la société SOCOFI. Ce contrat prévoit les prestations suivantes :

- l'abonnement à une revue mensuelle (« Asset allocation ») comprenant, d'après son site internet, « un scénario économique détaillé, portant principalement sur les différentes zones mondiales, l'analyse critique du consensus des bureaux d'analyse économique dans le monde, des modèles de valorisation et une grille d'allocation » ;
- l'accès au site de la revue contenant, selon le site internet, des informations réservées ;
- sept interventions orales par an dans les locaux de la caisse.

[173] La présentation de conjoncture générale faite aux administrateurs se substitue ainsi aux sujets comptables ou concernant le passif de la caisse. Elle mêle par ailleurs considérations très générales sur la conjoncture et opinion sur l'évolution à venir<sup>20</sup>, ce qui rend son intérêt pratique d'autant plus douteux que le lien entre inflation dans les grandes zones économiques ou politique monétaire des grandes banques centrales et déploiement opérationnel de la politique de placements de la caisse n'est jamais fait. L'intérêt pour les administrateurs de ce type de prestations est ainsi très discutable, notamment en regard des avantages qu'ils pourraient trouver à suivre un programme de formation dans les domaines comptable, financier et actuariel.

**Recommandation n°9 : Proposer aux administrateurs de la caisse de suivre un programme de formation dans les domaines comptable, financier et actuariel.**

3.1.3.2. Un conseil d'administration qui valide systématiquement les propositions qui lui sont faites

[174] Les débats en conseil d'administration, tels que retracés par les procès-verbaux, ne remettent pas en cause la politique mise en œuvre par la direction de la caisse, comme le montre le tableau infra:

[175] Au total, au cours de la période sous revue (2006-2011), tous les conseils d'administration auront approuvé le rapport de la commission financière, à l'exception de ceux des 13 septembre 2007 et 11 septembre 2008 qui, sans l'approuver, ne le remettent pas pour autant en cause :

- le 13 septembre 2007, les débats portent pour l'essentiel sur la crise des « subprime » aux États-Unis. Interrogée par un administrateur sur les conséquences de la crise sur la caisse, la direction répond que « *l'hypothèse retenue est que nous n'allons pas vers un krach boursier et de ce fait, les positions actions n'ont pas été réduites* ».
- Le 11 septembre 2008, les débats portent sur la mesure des risques pris par la caisse (voir *supra*).

[176] La mission observe par ailleurs que le conseil d'administration a accordé à trois reprises une autorisation de s'écarter de l'allocation stratégique cible :

- Lors de sa séance du 13 mars 2008, le conseil a approuvé « *le maintien du léger dépassement, en matière d'actifs immobiliers, du haut de la fourchette prévue lors de l'approbation de l'allocation stratégique en décembre dernier* ».
- Lors de sa séance du 5 juin 2008, la direction de la caisse « *fait observer que l'allocation immobilière continue d'être au-delà de la fourchette haute prévue lors de l'approbation de l'allocation stratégique (21%). [Elle] rappelle que le règlement permet de dépasser ce taux avec l'accord du Conseil. Ce dernier renouvelle son accord sur ce point [...]* ».
- Lors de sa séance du 31 mars 2009, le conseil approuve « *la sortie par le bas de la fourchette d'investissement en actions (toutes zones géographiques)* ».

---

<sup>20</sup> « Les marchés d'actions ont évolué sans tendance claire depuis plusieurs mois, alternant les périodes de relatif optimisme et plus récemment les craintes d'un retour en récession. On a ainsi constaté une certaine divergence entre des résultats trimestriels meilleurs que prévus au niveau des entreprises, et des données macro-économique décevantes. Cependant, les valorisations des actions demeurent très attractives, et on peut donc raisonnablement demeurer positif à moyen terme sur ces marchés » (rapport de la commission financière du 13 septembre 2010).

**Réponse de l'organisme :** *Un plan de formation va être proposé.*

*Il est à noter que la majorité des Administrateurs représentant les employeurs sont également adhérents pour l'ensemble de leurs personnels non navigants, dans les institutions du régime Arrco-Agirc. Certains d'entre eux sont également Administrateurs dans ces institutions et font observer l'existence de dispositifs, type circulaires de cadrage, facilitant leur rôle.*

**Observation de la mission :** *La formation des administrateurs semble en effet une mesure de nature à contribuer l'examen critique des propositions des services de la caisse.*

*La mission observe que, suite à une probable erreur matérielle, la caisse ne souhaitait pas répondre aux observations formulées aux paragraphes [174], [175] et [176] mais, plus vraisemblablement, aux paragraphes [171], [172] et [173].*

Tableau 12 : Conclusions des conseils d'administration (2006-2011)

Conseil d'administration	Le conseil « approuve à l'unanimité le rapport de la commission financière »	Le rapport de la commission financière comportait notamment « l'appréciation de la performance des réserves »	Approuve « la politique d'investissement recommandée pour le trimestre à venir »	approuve l'allocation stratégique pour l'année à venir
9 mars 2006	■	■	■	□
8 juin 2006	■	□	□	□
14 septembre 2006	■	■	■	□
7 décembre 2006	■	□	■	■
8 mars 2007	■	■	■	□
7 juin 2007	■	■	■	□
13 septembre 2007	□	□	□	□
6 décembre 2007	■	□	■	■
13 mars 2008	■	□	■	□
5 juin 2008	■	■	■	□
11 septembre 2008	□	□	□	□
4 décembre 2008	■	□	■	■
31 mars 2009	■ <sup>21</sup>	□	■	□
11 juin 2009	■	■	■	□
17 septembre 2009	■	□	■	□
3 décembre 2009	■	□	■	■
30 mars 2010	■	□	■	□
10 juin 2010	■	■	■	□
16 septembre 2010	■	■	■	□
2 décembre 2010	■	■	■	■
31 mars 2011	■	■	■	□
9 juin 2011	■	■	■	□
15 septembre 2011	■	■	■	□
1 <sup>er</sup> décembre 2011	■	□ <sup>22</sup>	■	■

Source : Mission IGAS sur la base des procès-verbaux produits par la CRPN. Lecture : un ■ signifie que le point a été approuvé, un □ signifie que le point n'a pas été évoqué ou ne figure pas dans le procès-verbal.

<sup>21</sup> Avec quelques nuances rédactionnelles.

<sup>22</sup> La dégradation des performances des réserves est mentionnée.

### 3.2. *La nécessaire mise à niveau du contrôle interne a été entamée en 2012 et devrait avoir un impact favorable sur la gouvernance*

- [177] L'organisation et la mise en œuvre du contrôle interne de la caisse sont décrites en annexe 7. La caisse a entamé une nécessaire refonte de ses modes de travail et sa gouvernance pour disposer d'un contrôle interne adapté à ces enjeux ce qui n'était pas le cas pendant la période sous revue.
- [178] La nécessité d'un contrôle interne plus performant sur les opérations du service financier a été démontrée dans la caisse par les graves dysfonctionnements du service financier pendant la période 1999 à 2001.

#### *Encadré : les difficultés de la caisse avec certains gérants*

La caisse a connu des difficultés de différents ordres avec deux de ses gérants.

Un premier litige a opposé la caisse à la société CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ CHEUVREUX (CAIC) au sujet des marges abusives pratiquées par cette dernière sur un produit structuré (obligation convertible) acheté par la CRPN en 1999. Ainsi, les marges pratiquées par le structureur étaient de l'ordre de 10%, contre un usage de marché de 2%.

La CRPN a transigé en novembre 2000 avec CAIC pour un montant d'indemnité de 17 M€. La société CAIC, ainsi que quatre de ses dirigeants, ont par ailleurs fait l'objet de sanctions par le Conseil des marchés financiers<sup>23</sup>, confirmées ultérieurement par le Conseil d'État<sup>24</sup>.

Un second litige – toujours pendant – a ensuite opposé la caisse à la société GLOBAL EQUITIES au sujet de frais de courtages abusifs. Ce litige se distingue du premier en ce que le responsable administratif de la caisse était également impliqué. Ainsi, dans sa sanction du , l'AMF note : « *Durant la période de 1999 à 2001, la [CRPN], souscripteur unique du fonds SOCRATE, était le deuxième plus gros client de GLOBAL EQUITIES, qui assurait pour son compte un service de réception, de transmission et d'exécution d'ordres à propos duquel une lettre anonyme est parvenue le 3 juillet 2001 au Président de cette Caisse. Son auteur, qui indiquait opérer chez GLOBAL EQUITIES dans la salle des marchés, faisait état de « véritables pillages organisés au sein de la CRPN » par le Directeur de cet organisme, Chef du service financier, M. C et par M. P. Il précisait que « Le fidèle collaborateur de P., [...], est chargé de tenir la comptabilité officielle des écarts de cours à Paris chez Global Equities et de confirmer les habillages à la collaboratrice de M. C à la caisse de retraite » et ajoutait que « depuis dix ans entre 300 et 500 millions d'euros ont pu ainsi être détournés de la caisse de retraite ». [...] Pour répondre formellement aux demandes de la CRPN, tout en maintenant puis en augmentant le taux de commission, de l'ordre de 0,6 à 0,7 %, prélevé jusqu'en 1997 pour l'exécution des ordres passés pour le compte de la Caisse, M. P. a mis en place le mécanisme consistant à majorer le montant du cours brut d'exécution réel communiqué par ses collaborateurs, afin de parvenir à ce qui était faussement présenté comme un « prix net » d'exécution; que la CRPN recevait en retour l'indication, non seulement de ce cours net, mais aussi de ce qui était censé avoir été le cours brut d'exécution, celui-ci ayant été artificiellement augmenté pour que, après que lui eut été ajouté le taux de courtage de 0,20 % ou de 0,25 % souhaité par la CRPN, on parvienne à un « prix net » facturé permettant en réalité à GLOBAL EQUITIES de percevoir une commission d'au moins 0,6 % ; qu'ainsi que l'a déclaré M. P. lui-même: « En définitive, avant 1997, la rémunération de l'intermédiaire pour les actions était d'environ 0,6 %. Après 1997, le montant de la commission était incorporé dans la réponse en net, mais son montant était bien sûr égal à celui facturé auparavant » ». L'AMF, sans mettre en cause le responsable financier, a sanctionné<sup>25</sup> les sociétés GLOBAL EQUITIES et GLOBAL GESTION ainsi que leurs président et vice-président.*

S'agissant du chef du service financier, la Cour des comptes<sup>26</sup> note que « *les soupçons dont [il] est l'objet sont circonscrits à ses relations personnelles avec un seul courtier, avec lequel il aurait eu des relations personnelles anciennes* ».

La caisse est partie civile dans l'instance pénale en cours.

<sup>23</sup> Décision du 26 septembre 2001.

<sup>24</sup> CE 19 mars 2003, n° 240718.

<sup>25</sup> Décision de la commission des sanctions de l'AMF du 4 novembre 2008, confirmée par la décision n° 323354 du Conseil d'État du 29 mars 2010.

<sup>26</sup> Relevé de constatations définitives, exercices 1996 à 1999.

- [179] En début de période sous contrôle, cela s'est traduit par la présence d'un contrôleur interne qui visait l'ensemble des opérations du service financier. Toutefois, une démarche complète de cartographie des risques et de formalisation du contrôle interne n'a pas été entreprise.
- [180] Les tâches du contrôleur interne ont été élargies au domaine immobilier et à la gestion du régime. À son départ, en mai 2007, le contrôle interne portant sur les placements mobiliers a été externalisé, une personne a été nommée pour le remplacer sur ses autres fonctions mais son champ d'action a été rapidement réduit à l'immobilier.
- [181] Les procédures n'ont pas été maintenues comme l'indique le rapport du cabinet MDCCI de mars 2012 qui fait le constat suivant : « *la plupart des procédures opérationnelles de la CRPN ont été rédigées en 2002, certaines ayant été mises à jour en 2006/2007 et 2010 (passation des ordres). Notre revue a fait apparaître que la plupart des procédures, à l'exclusion des procédures de passation des ordres revues en 2010, nécessitaient une mise à jour compte tenu de l'évolution des outils utilisés par le service financier, de l'organisation du contrôle interne et de l'évolution des marchés et de la réglementation.* »
- [182] Le contrôle interne externalisé de la gestion directe est décrit en annexe 8 il apparaît suffisant.
- [183] Le commissaire aux comptes n'a pas indiqué de défaut majeur entraînant des risques particuliers pour sa mission il a estimé que la caisse devait se mettre au niveau des meilleures pratiques sans pointer de défaillance.
- [184] A la date des investigations un projet de refonte globale du contrôle interne était en cours. Son champ comportait celui de la gouvernance notamment puisqu'il était prévu la mise en place d'un comité d'audit.
- [185] Ce projet et son état d'avancement sont décrits en annexe 7. Il apparaît, s'il est poursuivi et mis en œuvre selon les modalités prévues, de nature à répondre aux difficultés constatées.
- [186] Les règles de déontologie, rassemblées dans un code de déontologie adopté en 2004, s'appliquent à titre principal aux administrateurs de la caisse ainsi qu'à ses services.
- [187] S'agissant des premiers, il impose, en termes très généraux, d'agir « *au mieux des intérêts de la caisse* » et de « *s'efforcer d'éviter tout conflit d'intérêt* » direct ou indirect.
- [188] Le code de déontologie impose en outre aux administrateurs de « *déclarer tout mandat d'administrateur ou de mandataires social* » qu'ils détiendraient, ainsi que « *l'existence éventuelle de relations financières, commerciales ou actionnariales significatives avec des organismes ou des tiers avec lesquels la caisse collabore directement ou indirectement* ». Aucune déclaration n'a été enregistrée à la date du contrôle.
- [189] En ce qui concerne les personnels, le code de déontologie prévoit à titre principal des interdictions et quelques prescriptions très générales. Il est ainsi interdit au personnel de la caisse de recevoir « *des rémunérations relatives à des placements ou engagements* » de la caisse. Le personnel de la caisse « *s'interdit de retirer un quelconque avantage de l'activité professionnelle qu'il exerce [...] au-delà de [sa rémunération]* ».
- [190] Le code de déontologie prévoit que le personnel doit déclarer ses intérêts (relations commerciales ou financières, cadeaux reçus etc...) à sa hiérarchie. Il est cependant d'usage de désigner un référent placé hors hiérarchie afin de gérer les problèmes déontologiques car ils sont souvent délicats à aborder avec des personnes détenant un pouvoir hiérarchique.
- [191] On observera enfin que le code de déontologie n'est pas excessivement intrusif car il ne permet pas à la hiérarchie de contrôler les opérations effectuées par les salariés de la caisse sur leurs comptes personnels<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Par exemple, l'article 8 du code de déontologie financière de la Banque de France du 21 juin 2002 prévoit : « *Les agents [...] qui sont conduits à avoir connaissance directement ou indirectement, occasionnellement ou*

### 3.3. *Les efforts de suivi ont porté sur les coûts de gestion sans s'intéresser au risque de conformité*

[192] La caisse détenait au 31 décembre 2011 quatorze OPCVM dédiés (qui sont souscrits uniquement<sup>28</sup> par la caisse) pour une valeur au bilan de 1 523,5 M€ : Le fonds URANUS 2 représente 33% de la valeur comptable totale. Ces OPCVM sont analysés en annexe 9.

Tableau 13 : Liste des OPCVM dédiés détenus au 31/12/2011

Fonds	Portefeuille	Valeur au bilan (M€)
FCP ARIANE AMÉRIQUE	Actions américaines	37,6
FCP ARIANE ASIE	actions Asie/Pacifique	47,4
FCP BELUGA	actions européennes	59,2
FCP CARAVELLE	actions américaines	64,6
FCP COLIBRI	fonds de fonds asiatiques	35,9
FCP CS ALPHA JET	fonds de fonds alternatifs	0,1
FCP ÉOLE	actions américaines	40,4
FCP GALAXIE	fonds obligataire	49,2 *
FCP ICARE	actions européennes),	117,0
FCP MOUSQUETAIRE	actions européennes de petite et moyenne capitalisation	6,0
FCP SATURNE ACTIONS AMÉRICAINES	actions américaines	31,8
FCP SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES	actions européennes	56,8
FCP URANUS 2	obligations de la zone euro	944,9
FCP ZÉPHYR	fonds de fonds alternatifs	1,6
Total		1492,5

Source : Documents CRPN \* valeur d'achat 55,3 M€

[193] Étant unique souscripteur de l'OPCVM, la caisse est en mesure de négocier de manière effective les règles de fonctionnement de l'organisme. Le recours à un OPCVM dédié se distingue du mandat de gestion sur deux points essentiels :

- D'un point de vue de comptable, l'OPCVM dédié est considéré comme une seule et même ligne de placements. Les actifs détenus par l'organisme voient leurs plus et moins-values latentes s'ajouter globalement au sein de l'organisme. Le régime fiscal des produits et fruits ainsi que celui des plus ou moins values est celui applicable aux OPCVM (société financière), alors qu'une détention en direct (via un mandat) implique l'application du régime fiscal de la caisse<sup>29</sup> ;

non, d'informations non publiques, peuvent être soumis à un contrôle de leurs opérations et doivent ainsi à première demande du Délégué à la déontologie :

- communiquer la liste et la domiciliation des comptes-titres et des comptes susceptibles d'enregistrer des opérations dites de marché, ouverts à leur nom ou sur lesquels ils détiennent, seuls ou conjointement, un pouvoir de décision, dans les livres de la Banque ou de tout autre établissement ;
- lever, par mandat écrit, le secret professionnel liant les teneurs de ces comptes à l'égard du Délégué à la déontologie et des agents chargés de vérifier l'application du présent code ;
- répondre aux demandes formulées par les agents chargés de vérifier l'application des dispositions du présent code.

Lesdites déclarations sont adressées, sous pli confidentiel, au Délégué à la déontologie ».

<sup>28</sup> Il peut arriver qu'un tiers détienne, pour des raisons réglementaires, une fraction infime de l'OPCVM.

<sup>29</sup> En particulier les dispositions des articles 206 (5°) et 219 bis du code général des impôts.



- Les actifs détenus par l'OPCVM ne sont juridiquement pas détenus par la caisse.

[194] La mission estime qu'en dépit de ses ambiguïtés la réglementation doit s'appliquer aussi aux OPCVM détenus et que la composition de l'OPCVM doit être appréciée en transparence, c'est-à-dire comme si l'actif de l'OPCVM était directement détenu par la caisse. Par ailleurs elle estime que le règlement financier de la caisse et les conventions passées faisant référence à la réglementation applicable confirment que c'est bien dans ce sens que la caisse a compris la réglementation.

[195] Dans ces conditions, les règles d'admissibilité et de dispersion prévues par la réglementation applicables à la caisse s'appliquent également à l'actif détenu par l'OPCVM dédié. Cela implique des contraintes particulières en matière de définition de la politique de placement de l'OPCVM, de reporting et de contrôle a posteriori.

### 3.3.1. Les conventions de gestion des OPCVM dédiés encadrent de manière trop lâche les gérants

[196] La politique de placement des OPCVM comprend d'une part la stratégie retenue et d'autre part les actifs admissibles.

[197] En ce qui concerne la stratégie de gestion, le règlement financier précise que « *la CRPN ne doit pas pratiquer une gestion spéculative génératrice de risques inadaptés ou incontrôlés* ». Pour autant, les FCP dédiés détenus par la caisse ont le plus souvent comme objectif de gestion la surperformance (ARIANE AMÉRIQUE, BELUGA, CARAVELLE, COLIBRI, CS ALPHA JET, MOUSQUETAIRE) ou bien la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini... par un indice et un tracking error<sup>30</sup> (ARIANE ASIE, ÉOLE, SATURNE ACTIONS AMÉRICAINES, SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES), à l'exception :

- d'un fonds indiciel (ICARE) visant à répliquer l'indice MSCI Europe ;
- du fonds URANUS 2, qui vise une optimisation de la performance avec une sensibilité comprise entre 0 (investissement en actif sans risque) et 10 (actif démultipliant par 10 les mouvements de taux) ;
- des fonds GALAXIE et ZÉPHYR qui n'ont tout simplement pas d'objectif de gestion défini.

[198] De manière générale, les indicateurs usuels de risque comme la volatilité (voire la VaR) sont absents au profit du tracking error qui ne mesure que l'écart à l'indice de référence. La notion de volatilité n'est mentionnée que dans le FCP CS ALPHA JET, qui ne représente que 0,1 M€ (et pour une volatilité cible de 5% sensiblement supérieure à celle de l'indice de référence).

[199] S'agissant des actifs admissibles, ceux-ci doivent appartenir à la liste établie à l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Le règlement financier prévoit que « *les objectifs et les contraintes de gestion : définition des types d'actifs éligibles dans le fonds, contraintes réglementaires, règles de gestion définies par la CRPN, notamment niveau de risque autorisé (ratio d'information, erreur de suivi), limites en matière de risque de crédit, taux de rotation du portefeuille, indice de référence éventuel* » doivent être expressément mentionnés et décrits.

[200] Il n'est pourtant fait référence à la contrainte réglementaire que dans six OPCVM dédiés sur quatorze soit 43%, représentant 15% de la valeur comptable des fonds dédiés (ARIANE AMÉRIQUE, BELUGA, CARAVELLE, MOUSQUETAIRE, SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES et ZÉPHYR).

[201] En outre, certains FCP autorisent explicitement la détention d'actifs qui ne sont pourtant pas admissibles :

<sup>30</sup> Le tracking error est l'écart-type de la différence entre rendement de l'OPCVM et rendement de son indice de référence.

- OPCVM non-conformes à la directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985 sur les OPCVM modifiée (CS ALPHA JET, GALAXIE, ICARE, URANUS 2) ; ces quatre fonds représentent 74,5% de la valeur comptable des fonds dédiés ;
- utilisation d'instruments financiers à terme dans des conditions incompatibles avec les dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale (ARIANE AMÉRIQUE, CARAVELLE, COLIBRI, CS ALPHA JET, GALAXIE, ICARE, URANUS 2, 84% de la valeur comptable) ;
- mises et prises en pension de titres (GALAXIE, ICARE, URANUS 2, 74% de la valeur comptable) ;
- surexposition du portefeuille (GALAXIE, ICARE, URANUS 2),
- actifs hors OCDE (ARIANE ASIE, COLIBRI, 6% de la valeur comptable)

**Réponse de l'organisme :** *Les fonds sont tous conformes à la directive n°85/611/CEE, aujourd'hui devenue 2009/65/CE. Icare est un OPCVM non coordonné mais respectant les règles d'investissement et d'information de la directive 2009/65/CE. Les considérations réglementaires sont détaillées en réponse au paragraphe [22], notamment au regard des fonds à procédure allégée et aux fonds contractuels.*

**Observation de la mission :** *Il n'est pas répondu à l'observation qui vise le fait que les fonds dédiés autorisaient la détention d'OPCVM non coordonnés.*

**Réponse de l'organisme :** *Les conventions de gestion feront l'objet d'un réexamen. Concernant le fonds 'outil' Uranus, comme indiqué en réponse au paragraphe [59], ce fonds est totalement encadré par la CRPN. Ses risques de crédit sont présentés par transparence aux administrateurs, comme la gestion directe obligataire.*

**Observation de la mission :** *Il est d'autant plus problématique que le fonds URANUS investisse dans des fonds non-conformes à la directive et utilise des produits dérivés dans un but autre que la couverture que la caisse considère qu'elle l'encadre totalement et le considère par transparence. Cela confirme que la caisse utilise ce fonds dédié dans le (seul ?) but de se soustraire aux contraintes que la réglementation fait peser sur la détention directe d'actifs.*

**Réponse de l'organisme :** *La gestion du risque (souverain, crédit et taux) se fait au niveau global de la poche obligataire et par transparence et non pas au niveau du fonds Uranus isolé. La rédaction imprécise de l'objectif de gestion répond seulement à l'exigence d'une mention AMF obligatoire. Chaque opération (entrée ou sortie de titres dans le portefeuille) doit avoir l'accord de la CRPN.*

**Observation de la mission :** *La caisse ne répond pas à l'observation de la mission qui constatait l'investissement en instruments non admissibles. Au total l'observation est maintenue.*

[202] Au total sur 14 fonds dédiés 12 représentant 95% de la valeur comptable comportent au moins une irrégularité.

[203] Le fonds URANUS 2, représentant une part significative des réserves de la caisse, autorise en particulier des positions susceptibles de critiques : les instruments financiers à terme détenus en direct par le FCP sont utilisés « pour des besoins de couverture du risque de taux et du risque de change du portefeuille ». Il est pourtant possible d'utiliser ces outils en exposition : « l'engagement sur ces instruments se fait en complément des titres en portefeuille et peut porter l'engagement global du portefeuille à 200% maximum de l'actif du FCP » soit – théoriquement – près de deux milliards d'euros. Ils peuvent être souscrits dans le cadre d'échanges de gré à gré, contrairement aux dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale. Le FCP peut en outre intervenir comme vendeur de protection en émettant des CDS : « les positions vendeuses de dérivés de crédit (CDS) pourront être prises uniquement sur les émetteurs non souverains. L'exposition du FCP aux dérivés de crédit ne pourra excéder 100% de l'actif net ».

**Réponse de l'organisme :** *D'une manière générale, pour pouvoir mettre en place une couverture du risque de taux, de crédit ou de change, au regard du mode de calcul réglementaire CMF-AMF, il est nécessaire de pouvoir intégrer un engagement dans le fonds.*

*Quelques asset swaps (de gré à gré) ont été réalisés dans Uranus pour couvrir intégralement le risque de change et sans risque de contrepartie, sur des achats de quelques lignes d'émissions en US\$ (env. 3% du portefeuille) très décotées par rapport à des émissions de même séniorité et échéance en €.*

*Concernant les CDS, prenons l'exemple d'un fonds dont l'encours est de 10M€ sur une seule obligation « A ». Si le marché est trop illiquide pour sortir cette position dans de bonnes conditions, le gérant peut envisager de couvrir le risque crédit en achetant 10M€ de crédit default swap « A » de même maturité. Dans ce cas le risque crédit a disparu mais l'exposition globale représente 200% de l'actif net. Le fonds ne pourrait pas couvrir les risques (sauf à être forcé de vendre), si l'exposition globale du fonds ne pouvait pas dépasser 100% de l'actif net, telle qu'elle est normée par l'AMF.*

*Aucune opération de CDS n'a été effectuée dans le fonds Uranus à ce jour. L'exposition réelle du fonds (sommes des risques émetteurs nets) n'a jamais dépassé les 100% de l'actif net. Ce point pourrait être précisé dans la convention.*

**Observation de la mission :** *Les asset swaps négociés de gré à gré ne sont pas admissibles. L'achat de protection par des CDS (pour le risque de défaut) n'est pas le cas visé par la mission qui mentionne seulement le risque de taux et de change. En outre, la caisse traite du cas où la caisse serait acheteuse de protection, alors que la critique de la mission porte sur le fait qu'elle peut être vendeuse de protection. La mission se félicite que les risques qu'elle souligne soient demeurés théoriques. Il n'en demeure pas moins que la caisse s'est juridiquement mise dans la situation de pouvoir les prendre. La mission se félicite également de la révision annoncée des conventions.*

[204] Bien que celle-ci comporte des difficultés d'application certaines, ces OPCVM doivent être mis en conformité avec la réglementation posée notamment aux articles R. 623-3 et R. 623-4 du code de la sécurité sociale.

**Recommandation n°10 :** **Mettre les conventions de gestion des OPCVM dédiés en conformité avec la réglementation applicable aux titres détenus directement par la caisse.**

### 3.3.2. La caisse suit les frais supportés par ses OPCVM dédiés

[205] Les conventions prévoient pour l'ensemble des fonds la possibilité pour la caisse d'effectuer un contrôle sur le fonds permettant notamment :

- un contrôle direct et sur place par la CRPN (ou, sous conditions, une personne mandatée par la caisse) ;
- l'accès par la CRPN à toute pièce ou document relatifs à la gestion du fonds.

- [206] Cette possibilité n'est ouverte qu'une fois par an dans le cadre du FCP CARAVELLE. Du point de vue des litiges concernant ces fonds, la convention ne contient pas de clause compromissoire<sup>31</sup> et prévoit la compétence des juridictions françaises.
- [207] La caisse a recours aux services d'un prestataire de services (AMADEIS) chargé de vérifier le respect des conventions par leur gérant. Elle reçoit ainsi un reporting hebdomadaire, mensuel et trimestriel concernant ses OPCVM dédiés.
- [208] Le contrôle est effectué par référence à la convention de gestion. Celle-ci peut ne pas être conforme à la réglementation ni au règlement financier (qui renvoie lui-même à la réglementation), de sorte que le contrôle peut donner une fausse impression de conformité. L'exercice apparaît toutefois utile en ce qui concerne le suivi des frais imputés à la caisse dans le cadre de la gestion des fonds dédiés :

Tableau 14 : Frais supportés par les OPCVM dédiés détenus par la caisse

Montants en €	2010	2011
Frais de gestion financière	2 120 075	2 153 373
Frais d'administration	240 914	231 752
Frais de conservation	293 074	299 669
Frais de commissariat aux comptes	29 564	34 828
Autres frais	43 380	42 889
Rétrocessions de commissions	-661 255	-519 699
<b>Total frais de gestion</b>	<b>2 065 752</b>	<b>2 242 812</b>
<b>Frais de courtage</b>	<b>764 602</b>	<b>593 535</b>
<b>Total frais</b>	<b>2 830 354</b>	<b>2 836 347</b>

Source : Chiffres CRPN.

- [209] Le reporting ainsi effectué devrait en outre être communiqué aux administrateurs sous la forme d'un tableau regroupant, en pourcentage de l'encours mais également en montant absolu, les frais supportés par les divers actifs de la caisse, ventilés par nature (conservation, gestion, mouvement, rétrocessions de commissions etc...).

**Réponse de l'organisme :** Une information est déjà donnée annuellement, en pourcentage, sur l'ensemble des frais, fonds par fonds, dans le rapport du contrôleur externe MDCCI.

**Observation de la mission :** Il convient donc de compléter l'information en communiquant les montants absolus. Cela ne devrait pas poser de difficulté s'agissant d'une caisse sensibilisée au suivi des frais de gestion.

**Recommandation n°11 :** Communiquer aux administrateurs au moins annuellement un tableau des frais supportés par les actifs sous gestion directe et déléguée.

### 3.4. La caisse ne respecte pas les obligations de publicité et de mise en concurrence que lui impose la réglementation européenne transposée par l'ordonnance du 6 juin 2005

- [210] La CRPN a découvert récemment, en prenant connaissance des actions menées par l'AGIRC et L'ARRCO dans ce domaine, que ses achats sont soumis à la réglementation européenne en matière de marchés publics.

<sup>31</sup> Clause ayant pour objet d'obliger les parties au contrat de recourir à l'arbitrage pour les différends qui pourraient surgir entre elles à propos de l'exécution dudit contrat.

- [211] Elle estime ne pas relever de l'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale qui prévoit que « les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, font l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État » Elle appuie son opinion sur une consultation juridique faite par un associé de CMS BUREAU FRANCIS LEFEBVRE dont la mission a une copie non signée datée du 13/10/2010. Le conseil de la caisse indique que cet article est inclus dans le Livre I, titre II chapitre 4 intitulé « Généralités – Dispositions communes à tout ou partie des régimes de base » alors que la CRPN est un régime de retraite complémentaire régie par le Livre 9 titre II et ne lui est donc pas applicable. La mission partage cette appréciation.
- [212] Le même courrier indique par contre que la caisse est un pouvoir adjudicateur au sens des directives européennes et relève de l'ordonnance de 2005-649 du 6 juin 2005. Il détaille les conséquences en termes de procédures à mettre en place et de risques courus sans exclure l'existence d'un risque pénal au titre du délit d'avantage injustifié.
- [213] La caisse a indiqué n'avoir pas eu le temps de tirer les conséquences de cette analyse et de mettre en œuvre les mesures correctrices nécessaires.
- [214] Celles-ci apparaissent en effet nécessaires car, même si les seuils prévus par l'ordonnance sont relativement élevés, le même courrier rappelle que « l'existence de seuils ne signifie pas pour autant que, de dessous de ces seuils ou en matière de services soumis à un régime « allégé » aucune procédure de passation ne doive être mise en œuvre » et que « ce sont tous les marchés qui doivent respecter les principes de liberté d'accès à la commande publique, l'égalité de traitement des candidats et de transparence des procédures », ce qui impose en particulier le respect d'un degré de publicité adéquat.
- [215] Or les pratiques actuelles de la caisse ne sont pas conformes à ces principes tant dans son fonctionnement général que dans le domaine sous revue.
- [216] Dans son rapport portant sur les contrôles généraux informatiques de janvier 2010 le commissaire aux comptes indique, s'agissant de l'informatique « La CRPN fait appel à peu de sociétés de services, dans la mesure où elle privilégie les sociétés avec lesquelles elle a déjà travaillé et qui connaissent leur [sic] environnement ». ~~Les obligations à laquelle est soumise la caisse ne sont sans doute pas connues du~~ Le commissaire aux comptes ~~car il~~ recommande « d'élaborer un fichier formalisé listant les différents prestataires de services avec qui la CRPN a choisi de traiter afin de faciliter le choix des prestations futures » ~~ce qui n'apparaît pas~~ il conviendra qu'au rebours des pratiques actuelles son utilisation soit conforme à l'ordonnance qui pose le principe de la mise en concurrence.

**Réponse de l'organisme :** *Comme le commissaire aux comptes s'en est certainement expliqué auprès de la mission, sa recommandation est relative au contrôle interne du système d'information (continuité des prestations, informations de l'ensemble des opérateurs du service). Cette recommandation ne fait pas obstacle au principe de mise en concurrence.*

**Observation de la mission :** *Puisque la recommandation visait le seul fait de constituer un fichier des fournisseurs dont la caisse n'aurait pas disposé (ce qui est effectivement une importante lacune à laquelle la mission n'avait pas pensé) il en est pris acte et l'observation est modifiée ; il n'est toutefois pas répondu sur le fait que la caisse « privilégie » les fournisseurs « avec lesquels elle a déjà travaillé »*

- [217] S'agissant du domaine visé par le présent contrôle la mission a pu constater que la sélection des prestataires ne respecte pas les obligations posées par l'ordonnance, par exemple s'agissant de la publicité.

**Recommandation n°12 : Mettre en œuvre dans des délais brefs l'organisation et les procédures permettant de respecter les règles relatives aux marchés que les directives européennes transposées dans l'ordonnance de 2005.**

[218] Par ailleurs la mission tient à indiquer à la caisse qu'elle ne peut s'appuyer, sur la seule lecture de l'article 7 II-1° pour exclure du champ les prestations de services liées à son activité de placement.

[219] L'ordonnance indique « II.-La présente ordonnance n'est pas applicable aux marchés, autres que les marchés de défense ou de sécurité, qui présentent les caractéristiques suivantes : 1° Marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers, en particulier les opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs ou des entités adjudicatrices ; toutefois, les contrats de services financiers conclus en relation avec un contrat d'acquisition ou de location de terrains, de bâtiments existants ou d'autres biens immeubles, sous quelque forme que ce soit, entrent dans le champ d'application de la présente ordonnance ».

[220] Cette rédaction est identique à celle du code des marchés publics et se comprend par référence à l'article 20 de la directive 2004/18 annexe IIA soumet aux règles de passation applicables à l'ensemble des marchés publics les « services financiers : assurances, banques et investissement » et elle prévoit dans son article 9-8 la valeur à prendre en compte pour le calcul du montant estimé du marché « pour les services bancaires et autres services financiers », c'est-à-dire « les honoraires, les commissions payables et autres modes de rémunération ».

[221] Dès lors l'exclusion prévue à l'article 16-d des « services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers, en particulier les opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs, et des services fournis par les banques centrales » ne porte que sur le choix des instruments financiers donc ici sur les placements eux même et ne concernent en rien les services rendus par à la CRPN pour réaliser ses opérations de placement.

**Réponse de l'organisme :** Une consultation du Bureau Francis Lefebvre précise que « les contrats conclus à l'occasion de ces placements [en fonds déjà existants, en fonds dédiés créés sur mesure, en fonds 'réplique' et en fonds 'outil'] entrent dans le champ de l'exception prévue par l'article 7-II-1° de l'ordonnance du 6 juin 2005, visant les marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers ».

La CRPN n'a pas recouru sur la période sous revue à des conseils en matière de placements ou de choix de gérants et n'a pas confié de mandat.

Les services d'intermédiation font l'objet d'une revue concurrentielle régulière en prix et en qualité de service. Les autres types de services (par exemple : contrôles assurés actuellement par Amadeis, suivi économique, ...) sont pour des montants très en deçà des seuils d'appels d'offres (10 à 50 k€).

La dernière phrase du paragraphe mentionne « les services rendus par la CRPN pour réaliser ses opérations de placement » : La CRPN ne rend pas de prestation de services dans ce cadre.

**Observation de la mission :** La mission a commis une erreur matérielle : il fallait lire « services rendus à la CRPN » et non « services rendus par la CRPN ». Observation modifiée.

La réponse suppose que les instruments financiers auxquels font référence les textes régissant la commande publique sont les instruments financiers mentionnés dans le code monétaire et financier. Cette hypothèse n'est pas retenue par la mission au regard de la rédaction du code des marchés publics. Dans ce cadre un OPCVM dédié, qui est un instrument financier au sens du code monétaire et financier, doit être considéré comme un mandat de gestion au sens des règles de la commande publique, ce qui a pour effet de le soumettre au formalisme des marchés publics.

La mission insiste sur le risque pénal que fait peser le non respect des règles de commande publique sur les organes dirigeants et délibérants de la caisse. L'existence d'une consultation du bureau Francis Lefebvre pourrait ne pas être suffisante, dans la mesure où la caisse connaît l'argumentation du présent rapport, pour invoquer le caractère non intentionnel en cas de mise en cause. La mission maintient donc, notamment dans l'intérêt des personnes concernées, sa recommandation.

**Recommandation n°13 :** Appliquer ces règles aux prestations de services liés aux placements sans tenter d'en restreindre le champ en s'appuyant sur les dispositions de l'article 7-II-1° de l'ordonnance.

### 3.5. *Les préconisations prudentielles des études ne sont pas suivies d'effets.*

- [222] L'étude de 2005 avait recommandé une réduction de la poche obligataire de 47% à 35%, au profit d'un renforcement de la poche monétaire (de 3 à 7%) et de l'introduction d'une poche dite de « rendement absolu » (à hauteur de 8%). La première recommandation s'est effectivement traduite par une réduction de la poche obligataire à 35% de 2006 à 2008. En revanche, les deux recommandations suivantes ont été reprises sous une forme atténuée : la poche monétaire est restée limitée à 5%, et la poche rendement absolu a atteint 7% au plus en 2008.
- [223] L'étude de 2008 était critique par rapport à certaines orientations de la politique de placements, en partie issues de l'étude de 2005, notamment la poche de rendement absolu et son indice de référence, ainsi que le choix des actions « Asie et pays émergents ». Elle recommandait une réorientation de la politique de placements vers davantage de sécurité, en définissant notamment une cible de renforcement de la poche obligataire. L'allocation stratégique définie par la caisse a toutefois fait un choix intermédiaire, en limitant le renforcement de la poche obligataire et la réduction de la poche actions.
- [224] Les recommandations sont plus volontiers mises en œuvre lorsqu'elles vont dans le sens d'une plus grande exposition au risque.

## 4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT TRADUIT UNE POLITIQUE DE GESTION ACTIVE DU PORTEFEUILLE QUI NE RESPECTE PAS LA RÉGLEMENTATION ET COMPORTE DES CHOIX TROP RISQUES

- [225] La mise en œuvre de la politique de placements mobiliers<sup>32</sup> traduit une gestion d'actif correspondant à une gestion de portefeuille à un horizon annuel dans le cadre d'un objectif de performance. La réglementation relative aux actifs éligibles n'est pas toujours respectée et les classements par catégorie d'actifs ne font pas apparaître le risque réel. Globalement la mission estime que le risque porté par la caisse est trop élevé en regard de sa mission.

### 4.1. *Le biais en faveur de la performance de la politique définie se traduit particulièrement dans certains choix d'une gestion active du portefeuille*

#### 4.1.1. **Des portefeuilles plus volatiles que les indices de référence susceptibles d'engendrer des pertes conséquentes**

- [226] L'absence quasi-totale de réflexion en matière de risques, d'indicateurs et de limites de ces derniers conduit ainsi à une gestion centrée sur un objectif de rentabilité. Pourtant, la rentabilité ne peut être évaluée sans considération pour le risque pris. Comparer les rendements de deux portefeuilles – ce que fait la CRPN en comparant ses divers compartiments à des indices de référence – sans se référer à une mesure du risque n'a pas de sens. En effet, la logique économique et financière veut qu'un portefeuille risqué induise un rendement d'autant plus élevé que le risque associé est important. De ces considérations naît l'idée d'une prime de risque.
- [227] En l'occurrence, la mission montre à l'annexe 10 que les investissements des diverses classes d'actifs de la caisse sont plus risqués que les indices de référence si l'on utilise comme indicateurs de risques la volatilité ou encore le coefficient  $\beta$ .

<sup>32</sup> La politique immobilière est examinée en annexe 3.

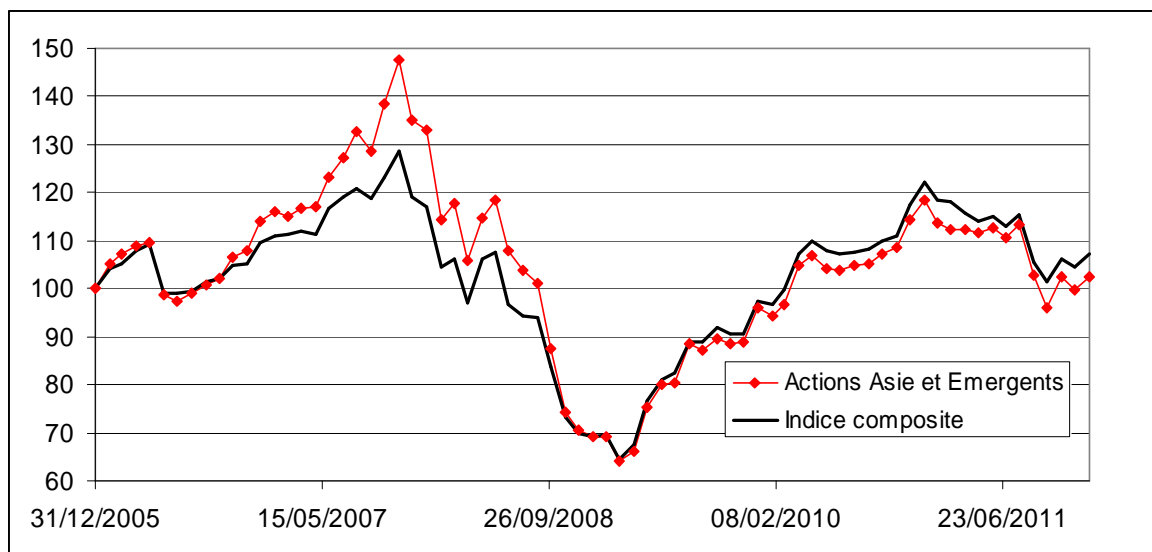
**Encadré : mesure du risque par le coefficient  $\beta$**

Le bêta est une mesure de sensibilité issue du modèle MEDAF<sup>33</sup> permettant d'expliquer la prime de risque liée à la détention des actions. Classiquement, un rendement supérieur au taux sans risque ne peut se justifier que par une prise de risque. Ce modèle économique tente de quantifier cette prime de risque.

Le coefficient bêta<sup>34</sup> peut être vu comme un indicateur de la sensibilité du portefeuille aux variations de l'indice de marché tout comme un indicateur de risque. Un coefficient bêta supérieur à 1 est synonyme d'une espérance de rendement supérieure à celle du marché et est ainsi révélateur d'un portefeuille présentant un risque supérieur à celui du marché. Inversement, un portefeuille dont le coefficient bêta est inférieur à l'unité engendrera a priori une espérance de rendement moindre que celle de l'indice de marché mais présentera, en contrepartie, un risque inférieur.

[228] L'étude des portefeuilles « actions européennes », « actions américaines » et « Asie et pays émergents » a été conduite par la mission sur la période 2006-2011. Les constats étant similaires dans les trois cas (cf. annexe 10), les paragraphes suivants reprennent l'exemple du portefeuille investi en actions asiatiques et émises par des entreprises localisées dans des pays émergents.

Graphique 6 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents » durant la période sous revue



Source : Données CRPN – base 100 = 1<sup>er</sup> janvier 2006.

[229] Le tableau suivant reprend les statistiques relatives à ce portefeuille calculées par la mission.

Tableau 15 : Statistiques afférentes au portefeuille « Asie et émergents » sur la période 2006-2011

	Rendement	Ecart-type annualisé <sup>35</sup>	Corrélation à l'indice	Bêta
Actions Asie et Emergents	2,4%	19,4%	97,7%	1,12
Indice composite	7,3%	16,9%	100,0%	1

Source : Données : CRPN, calculs : IGAS.

<sup>33</sup> Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers.

<sup>34</sup> La définition mathématique précise est donnée en Annexe xx.

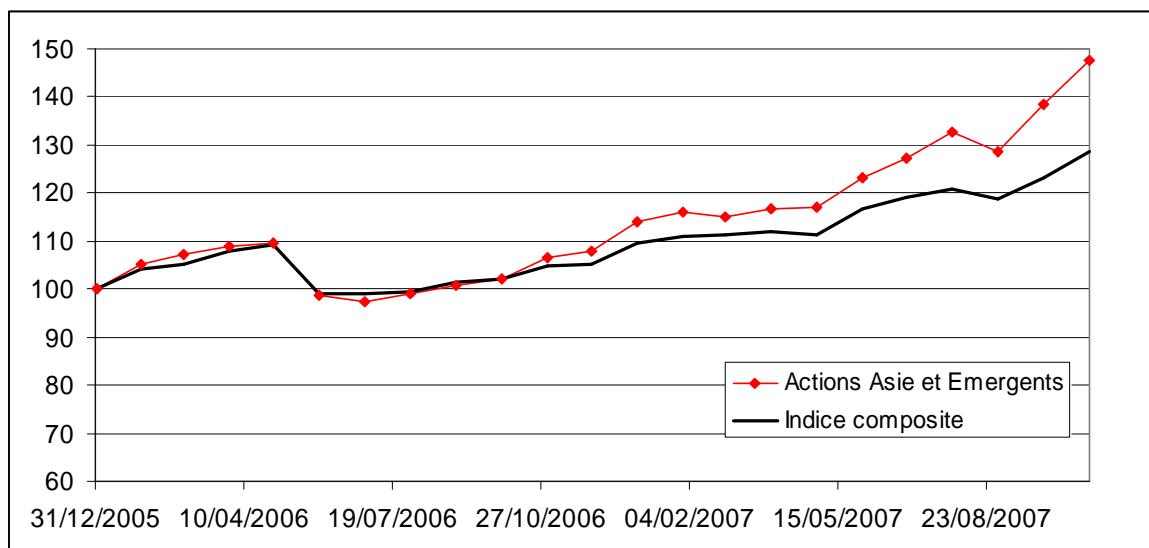
<sup>35</sup> Plus précisément cette colonne désigne l'écart-type annualisé des rendements logarithmiques.



[230] Sur l'ensemble de la période, le portefeuille détenu par la CRPN présente des indicateurs de risque supérieurs à ceux de l'indice de référence. Néanmoins, il convient d'affiner cette analyse dans la mesure où trois périodes aux comportements distincts se détachent.

[231] La première période s'étend du 01/01/2006 au 31/10/2007 et correspond à une phase de hausse. La seconde s'étale quant à elle jusqu'au 28/02/2009 et la dernière se termine fin 2011. Les graphiques et tableaux suivants, reprennent l'analyse précédente sur chacune de ces périodes.

Graphique 7 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents» du 01/01/2006 au 31/10/2007



Source : IGAS d'après données CRPN – base 100 = 1<sup>er</sup> janvier 2006.

Tableau 16 : Statistiques afférentes au portefeuille « Asie et émergents» du 01/01/2006 au 31/10/2007

	Rendement	Ecart-type annualisé	Corrélation à l'indice	Beta
Actions Asie et Emergents	47,6%	12,7%	95,4%	1,22
Indice composite	28,6%	9,9%	100,0%	1

Source : calculs IGAS d'après données CRPN.

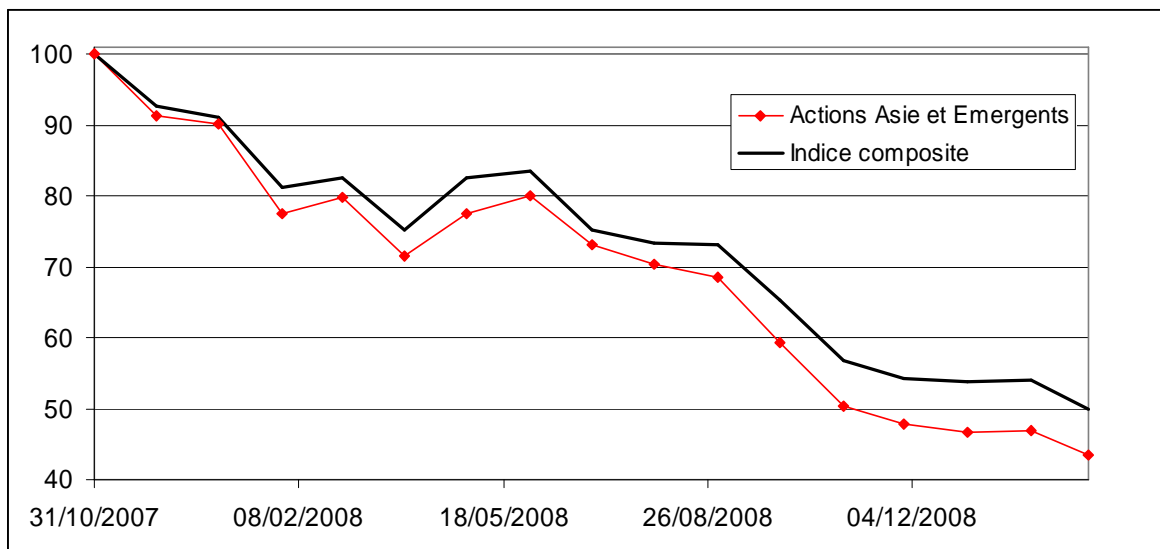
[232] Au cours de cette première phase, le portefeuille de la caisse surperforme l'indice de référence, la performance annuelle est de l'ordre de 26 % alors que celle de l'indice n'est « que » de 16 %. Cette surperformance est en partie expliquée par le surcroît de risque du portefeuille.

[233] Le calcul de la volatilité<sup>36</sup> de chaque portefeuille montre que celui géré directement par la caisse est sensiblement plus volatil que l'indice. Si la logique veut que l'espérance du gain croisse avec le risque, ici mesuré par la volatilité, il en va de même de l'espérance de perte.

[234] La volatilité du portefeuille de la caisse est supérieure de 28 % à celle de l'indice. De même, le coefficient bêta est supérieur de 22 % à celui de l'indice. Ce coefficient étant supérieur à l'unité, le portefeuille de la caisse est particulièrement sensible aux variations de l'indice. Toute variation de l'indice de référence, qu'elle soit positive ou négative, est donc susceptible d'entraîner une variation plus importante de la valorisation du portefeuille de la caisse. Comme le montre le graphique suivant, ceci est observable pendant les phases baissières.

<sup>36</sup> L'écart-type des log-rendements.

Graphique 8 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents» du 31/10/2007 au 28/02/2009



Source : IGAS d'après données CRPN – base 100 = 31 octobre 2007.

Tableau 17 : Statistiques afférentes aux portefeuilles « Asie et émergents» du 31/10/2007 au 28/02/2009

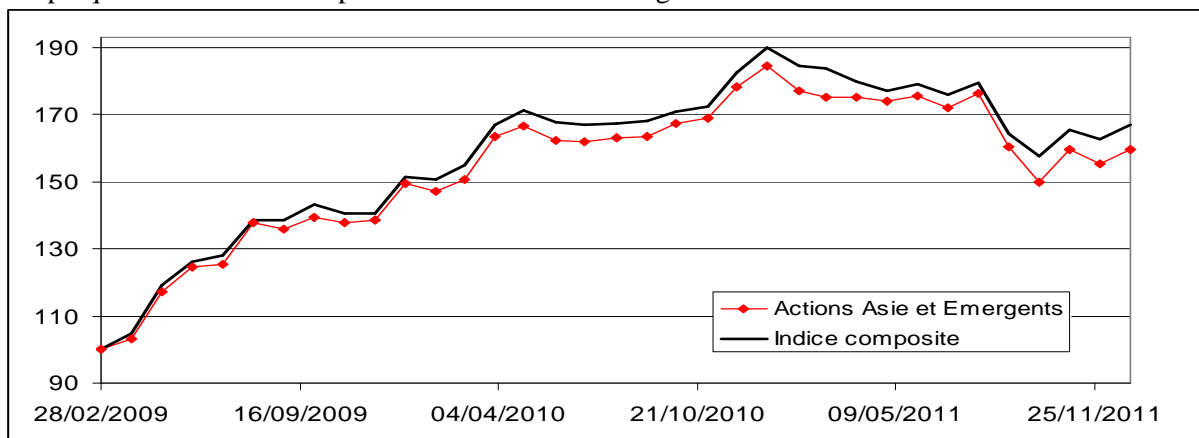
	Rendement	Ecart-type annualisé	Corrélation à l'indice	Beta
Actions Asie et Emergents	-56,5%	23,7%	97,7%	1,11
Indice composite	-50,0%	21,0%	100,0%	1

Source : calculs IGAS d'après données CRPN.

[235] Ce dernier graphique est particulièrement éclairant : en période de baisse des marchés, le portefeuille subit des pertes supérieures à celles de l'indice de référence, ce qui n'apparaissait pas sur le graphique n° 6. Cet effet était légèrement occulté sur le premier graphique en raison des échelles choisies.

[236] Le dernier graphique présente les évolutions du portefeuille lors de la dernière phase. Celle-ci correspond à une période de reprise des marchés suite à la chute étudiée ci-dessus.

Graphique 9 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents» du 28/02/2009 au 31/12/2011



Source : IGAS d'après données CRPN – base 100 = 28 février 2009.

Tableau 18 : Statistiques afférentes aux portefeuilles « Asie et émergents» du 28/02/2009 au 31/12/2011

	Rendement	Ecart-type annualisé	Corrélation à l'indice	Beta
Actions Asie et Emergents	46,7%	15,4%	94,7%	1,04
Indice composite	51,2%	14,1%	100,0%	1

Source : Calculs IGAS d'après données CRPN.

[237] Les niveaux de volatilité et du coefficient bêta laissent penser que suite à la chute précédente, il a été décidé de diminuer le niveau de risque.

[238] En absence de suivi et d'encadrement des risques, la gestion de la CRPN, focalisée sur la recherche de la performance conduit à la détention de portefeuilles plus risqués que les indices de références associés.

#### 4.1.2. Une gestion active se traduisant par des taux de rotation importants

[239] Que la gestion des titres soit internalisée ou effectuée via des fonds, celle-ci se caractérise par des taux de rotation<sup>37</sup> des portefeuilles particulièrement importants.

Tableau 19 : Taux de rotation des fonds externes

k€	31/12/2010	Acquisitions/ augmentations 2011	Cessions/ diminutions 2011	31/12/2011	Taux de rotation
Obligations	604 738	807 344	920 407	491 675	315%
OPCVM obligataires (hors monétaire)	855 788	882 785	739 497	999 076	175%
Actions européennes	216 678	98 352	92 306	222 724	87%
OPCVM actions	985 457	114 002	227 363	872 096	37%
Gestions diversifiée	199 790	92 482	74 957	217 315	80%

Source : CRPN.

[240] L'évolution pendant la période montre un accroissement du taux de rotation corrigé de l'évolution du portefeuille (cf. annexe 3).

Tableau 20 : Taux de rotation du portefeuille

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Portefeuille	2,9	2,8	<b>3,4</b>	2,3	2,6	2,3
Obligations	3,1	3,3	3,8	2,8	<b>4,9</b>	2,9
OPCVM monétaires	16,0	15,2	28,2	26,0	41,3	34,4
OPCVM obligataires	0,8	0,4	3,3	0,6	0,5	1,6
OPCVM actions	0,6	0,6	0,4	0,2	0,5	0,2

Source : Exploitation IGAS données CRPN

[241] De même l'examen des limites contractuelles des taux de rotation figurant dans les mandats de gestion où ils sont précisés (cf. annexe 10) confirme ce caractère de gestion active.

<sup>37</sup> Ce taux est calculé comme le ratio du montant total des acquisitions et des cessions rapporté à l'encours moyen.

- [242] Ces taux de rotation peuvent se comprendre pour les titres sous gestion déléguée dans la mesure où les objectifs de gestion des OPCVM ouverts conduisent à une gestion dynamique. Néanmoins, il convient de se demander si de tels taux sont en adéquation avec les objectifs de la CRPN. Cette question se pose avec d'autant plus d'importance pour ce qui est de la gestion directe.
- [243] La gestion des titres financiers correspond au déploiement opérationnel de la politique de placements. Cette gestion doit par conséquent concourir à la réalisation des objectifs de ladite politique. Dans la mesure où les achats et les ventes sont, en majeure partie, motivés par la recherche de rendement, il est difficile de comprendre en quoi une gestion particulièrement active concourt à l'adéquation de l'actif au passif et à l'équilibre de long terme du régime.
- [244] En l'espèce, les taux de rotation des divers sous-portefeuilles sont majoritairement la résultante d'« allers-retours » effectués sur des mêmes titres. Il est possible d'avancer l'explication suivante : les gérants de la CRPN sont évalués sur leur performance, mesurée par les deux indicateurs que sont la capacité du gérant à surperformer son indice de référence et la rentabilité des arbitrages réalisés.
- [245] Or, si les grandes classes d'actifs ont vocation à suivre l'allocation stratégique définie par le règlement financier et donc à présenter une composition relativement stable dans le temps, il en va autrement des actifs composant les diverses poches.
- [246] Chaque gérant a vocation à proposer des arbitrages qui seront validés par la direction puis évalués a posteriori en termes de performances uniquement. De fait, des vues à court terme telles qu'une hausse probable des taux longs ou des anticipations de mauvais résultats pour une entreprise cotée, peuvent donner lieu à des achats/ventes sans plus de justification, et sans autre axe d'analyse que celui de la rentabilité à court terme.
- [247] En 2011, la caisse a ainsi acheté pour 1,48 milliards d'euros et vendu pour 1,52 milliards d'euros de produits de taux, soit un volume égal à six fois la valeur moyenne du portefeuille aux 31 décembre 2010 et 2011.
- [248] L'annexe 10 présente des exemples d'allers-retours tirés des mouvements effectués en 2011 sur le portefeuille obligataire directement détenu. Il est intéressant de constater que les allers et les retours ne sont souvent séparés que de quelques mois.
- [249] Ces allers-retours appellent plusieurs remarques. Une gestion – même non dynamique – ne saurait certes être totalement statique : des ajustements dérivant par exemple de contraintes de la gestion actif-passif, de la nécessité de « couper » des pertes ou de réaliser des plus-values pour compenser des pertes conduisent à des achats et des ventes.
- [250] Toutefois, la CRPN intervient régulièrement sur les marchés pour initier des positions qui seront dénouées en partie ou en totalité quelques mois plus tard sans que la logique de l'opération ne soit expliquée par un objectif autre que celui du « profit d'opportunité ».
- [251] En l'état actuel, il n'est pas prouvé que la recherche de rendement à court terme permette d'atteindre un rendement accru à long terme. En outre, cette gestion active induit un accroissement de la volatilité du portefeuille qu'il est possible de constater et de mesurer (cf. *supra*). La question de la compatibilité entre objet social de la caisse, règlement financier et politique de placements d'une part, et la multiplication d'arbitrages à court terme d'autre part, peut se poser.

**Réponse de l'organisme :** *Le rapport de la mission indique un « taux de rotation très élevé ». Cette constatation se base sur un tableau qui présente à notre sens des erreurs et nécessite des retraitements :*

*- Les mouvements sont surestimés. Le tableau 19 du [239] du rapport, repris en tableau 54 du paragraphe [472] de l'annexe 11, ne correspond pas aux mouvements que nous avons enregistrés dans notre système pour l'année 2011, notamment :*

*o l'acheté/vendu sur le fonds URANUS réalisé sur la VL du 29 décembre est compté deux fois dans les acquisitions 2011 et deux fois dans les cessions 2011 ;*

*o les OPCVM obligataires convertibles sont comptés à la fois sous la rubrique OPCVM obligataires et sous la rubrique Gestion diversifiée.*

*- La caisse distingue entre un mouvement représentant un acte de gestion (entrant dans le taux de rotation) et un mouvement purement comptable (à exclusion du calcul). Un acte de gestion induit une variation du risque (à la hausse ou à la baisse) et des coûts de transaction, tandis qu'un mouvement comptable (par ex : un apport de titres) ne génère ni variation du risque, ni coûts de transaction : il représente uniquement un transfert de titres d'un compte à l'autre.*

*- Les pratiques de place sont que le taux de rotation est calculé en valeur de réalisation et non en valeur comptable ;*

*- Le taux de rotation des obligations est calculé en faisant abstraction du fonds Uranus, ce qui ne permet pas d'avoir une estimation du résultat recherché. Il convient de neutraliser les opérations purement comptables (dont les apports de titres et les retraits de liquidités) et au contraire d'intégrer les mouvements internes au fonds afin de refléter la réalité de la gestion :*

*o l'analyse du taux de rotation comptabilise **en double** les apports de titres (entre les lignes Obligations et OPCVM obligataires) pour un montant de 418,9 M€. Un apport de titres entraîne une vente de titres ainsi qu'une souscription de même montant dans le fonds Uranus ;*

*o les rachats sur le fonds Uranus représentent un rapatriement de liquidité suite à l'arrivée à échéance de titres obligataires dans le fonds. Ces opérations représentent simplement un transfert de liquidité d'un compte à l'autre, sans frais.*

*- Un acheté/vendu a été réalisé sur la VL du 29 décembre 2011 pour un montant de 209,6M€ afin de réaliser une plus value comptable en fin d'année. Rappelons qu'Uranus est un fonds de capitalisation et ne dégage de résultat comptable que lors des cessions. Le tableau présenté par la mission prend en compte 419,2M€ (2 \* 209,6) de mouvements n'ayant aucun impact en termes de gestion.*

*- Des opérations de maintien de la duration sont effectuées, sur le même émetteur (cf réponse aux alinéas 2 et 3 de la réponse au paragraphe [103] du rapport). La CRPN considère qu'une juste appréciation du taux de rotation ne doit pas les prendre en compte.*

**Globalement, le taux de rotation fondé sur les seuls actes de gestion, en évitant les doublons et à l'exclusion des opérations purement comptables, est le suivant :**

**Obligations + OPCVM obligataires : 100% et non une composante entre 315 et 175%.**

**De plus, en 2011, une partie significative de ce taux de rotation s'explique par une réduction des risques, souhaitée par le conseil :** l'exposition aux titres d'état Italiens et Espagnols a été liquidée au profit d'OAT, de bons du Trésor allemand et hollandais et d'obligations de l'Union Européenne.

Il convient d'ajouter que la partie crédit, à échéance moyenne inférieure à 3 ans, a également besoin d'être renouvelée régulièrement, et **qu'en pure gestion passive, elle présenterait déjà un taux de rotation de 67%.**(1/3 d'achats et 1/3 de ventes chaque année).

Avec l'ensemble de ces considérations, il apparaît très important à la caisse que la mission appréhende les véritables taux de rotation obligataire à partir du tableau suivant. Pour permettre à la mission de retrouver les bases de ces calculs, sont fournis en annexe 2 le détail des mouvements correspondants.

<b>Calcul du taux de rotation du portefeuille obligataire en 2011</b>				
Rappel : Formule AMF du taux de rotation : (achat de titres + ventes de titres - montant des souscriptions - montant des rachats)				
<b>1 obligations directes</b>				
	Prix de revient	Valeur de réalisation		
encours 31/12/2010	604 738 000	617 472 802		
encours 31/12/2011	491 675 000	497 055 045		
encours moyen obligations directes =	548 206 500	557 263 924		
			taux de rotation apparent	taux de rotation de gestion
	achats	ventes		
mouvements totaux comptables obligations	815 816 056	955 991 136	323%	
- achat lignes pour poche monétaire	-30 000 000			
- Apport de titres au FCP URANUS		-418 920 233		
solde	<b>785 816 056</b>	<b>537 070 903</b>		
- Gestion duration / OAT	-121 364 383	-128 485 139		
- Gestion duration / Hollande	-84 851 806	-84 774 450		
- Gestion duration / Bund	-47 341 745	-44 833 909		
- extension de maturité crédit	-10 648 578	-11 446 197		
<b>solde hors gestion de duration</b>	<b>521 609 544</b>	<b>267 531 207</b>		<b>142%</b>
<i>dont réallocation de l'exposition souveraine France vers Allemagne/Hollande/Autriche et émissions de l'Union Européenne</i>	<i>157 076 507</i>	<i>134 950 889</i>		<i>52%</i>
<i>solde de gestion souverain</i>	<i>184 554 793</i>	<i>119 233 568</i>		<i>55%</i>
<i>solde de gestion crédit</i>	<i>179 978 244</i>	<i>13 346 751</i>		<i>35%</i>
<b>2 OPCVM obligataires (convertibles + URANUS + fonds à échéance)</b>				
	Prix de revient	Valeur de réalisation		
encours 31/12/2010	855 788 000	930 092 254		
encours 31/12/2011	999 076 000	1 033 421 610		
encours moyen OPCVM obligataires =	927 432 000	981 756 932		
			taux de rotation apparent	taux de rotation de gestion
	achats	ventes		
mouvements totaux comptables	673 173 969	566 414 835	134%	
- acheté/venu de fin d'année	-209 611 800	-209 611 800		
- Titres reçus en apport	-418 920 233			
- rachat de liquidité dans URANUS		-304 356 315		
- Remboursement d'un fonds à échéance		-15 725 806		
<b>solde opérations de gestion</b>	<b>44 641 936</b>	<b>36 720 914</b>		<b>8%</b>
<i>Ce solde correspond précisément à la recomposition et au léger renforcement de la sous poche opcvn obligations convertibles</i>				
<b>3 URANUS</b>				
	Prix de revient	Valeur de réalisation		
encours 31/12/2010	799 285 755	868 093 726		
encours 31/12/2011	944 894 744	984 856 458		
encours moyen URANUS =	872 090 250	926 475 092		
			taux de rotation apparent	taux de rotation de gestion
mouvements internes à URANUS	276 551 922	412 038 511		
<b>solde opérations de gestion</b>	<b>276 551 922</b>	<b>412 038 511</b>		<b>74%</b>
<i>dont réallocation de l'exposition souveraine italienne vers Allemagne et Hollande</i>	<i>50 172 279</i>	<i>96 957 787</i>		<i>16%</i>
<i>dont extension de maturité</i>	<i>55 645 658</i>	<i>56 135 097</i>		<i>12%</i>
<b>4 Obligations directes + URANUS</b>				
	achats	ventes	taux de rotation de gestion	
<b>Solde opérations de gestion</b>	<b>798 161 466</b>	<b>679 569 718</b>	<b>100%</b>	

**Observation de la mission :** *Les données présentées dans les tableaux critiqués par la CRPN sont extraites des rapports d'activité de la CRPN elle-même. Dans ces documents, la caisse communique, par classe d'actifs, les mouvements d'achats et de ventes de l'année écoulée. Si la caisse estime que l'information en découlant est biaisée, la mission l'invite à revoir l'information quelle présente dans ses rapports d'activité.*

*Sur le fond, toute définition et tout calcul d'un taux de rotation conduit à des choix et conventions. Si sur l'exemple des titres obligataires, le taux de 100 % proposé par la caisse était retenu, l'interprétation qu'on est amené à avoir n'est pas substantiellement modifiée : dans ce cas, le portefeuille de titres correspondant « a entièrement tourné » sur l'année. Bien que le taux proposé par la caisse soit inférieur à celui calculé par la mission, les conclusions en matière de gestion active ne sont pas remises en question. La caisse ne commente d'ailleurs pas les taux de rotation des autres classes d'actifs. En outre, le fait même que le personnel de la caisse en charge de la gestion des placements soit évalué sur sa capacité à réaliser des « arbitrages » traduit la volonté de la caisse de gérer ses placements de manière particulièrement active et de saisir les opportunités à court terme en dépit des considérations liées à ses engagements et à son positionnement d'investisseur de long terme. Observations maintenues.*

**4.1. Au 31/12/2011 la mission estime que 7% du portefeuille<sup>38</sup>, soit 208 M€, correspondent à des placements non admissibles**

- [252] La réglementation applicable à la caisse peut faire l'objet de critiques qui seront reprises dans le rapport de synthèse. Elle ne demeure pas moins la référence obligée.
- [253] Le règlement financier de la CRPN, approuvé dans sa version initiale le 12 juin 2003 par le conseil d'administration de la caisse, est réputé être établi en conformité avec les dispositions prévues par le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002. Or, il n'a pas été modifié depuis son adoption alors que le décret a connu plusieurs évolutions depuis sa parution.
- [254] Le décret n°2002-1314, codifié au titre II du livre VI du code de la sécurité sociale, définit la forme des actifs pouvant faire l'objet de placement et précise les conditions d'admissibilité de ceux-ci. Il fixe également une règle de congruence<sup>39</sup>, les conditions de recours à des instruments financiers à terme, ainsi que des limites par type d'actif et par émetteur.
- [255] Enfin, le décret impose au conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base et section professionnelle d'élaborer un règlement financier. Ce règlement financier doit obligatoirement comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie.
- [256] Au final, la caisse doit se conformer à un corpus de règles issues du pouvoir réglementaire (décret de 2002) ou de la caisse elle-même (règlement financier).

**4.1.1. Une vérification insuffisante des critères d'admissibilité des actifs**

- [257] Les actifs détenus par la caisse doivent figurer sur la liste établie à l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. La caisse ventile ses placements selon une grille d'analyse purement juridique, sans prendre en compte le risque réellement supporté.
- [258] En effet, afin de vérifier la conformité de ses placements à la réglementation, la caisse ventile les actifs de son portefeuille en plusieurs catégories. D'un point de vue opérationnel, lors de l'enregistrement d'un nouvel actif, le back-office du service financier classe le titre en question dans l'une des catégories du « règlement CRPN ». Une table de correspondance permet alors d'effectuer le passage des catégories du règlement CRPN aux catégories réglementaires.

<sup>38</sup> En valeur nette comptable.

<sup>39</sup> Le portefeuille des organismes relevant du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 doit être composé d'au moins 90 % d'actifs libellés ou réalisables en euros.

- [259] Le classement des titres dans l'une des catégories du règlement CRPN par le back office entraîne deux difficultés majeures.
- [260] Le renseignement de la catégorie CRPN par le gérant assurant le suivi et la gestion du titre considéré aurait pu constituer une solution alternative trouvant sa justification dans le fait même que le gérant est supposé connaître parfaitement les produits achetés et leur mécanismes, tant juridiques que techniques. Or, comme a pu le constater la mission, la connaissance des titres est moindre au niveau du back office, ce qui est susceptible d'entraîner des confusions lors des opérations de classement.
- [261] Par ailleurs, le personnel du back office n'est pas toujours au fait de toutes les dispositions réglementaires afférentes aux placements. La nomenclature du tableau de correspondance est ainsi le seul outil d'aide au classement mis à disposition. Tout défaut de cet outil peut donc conduire à une erreur d'appréciation et amener à considérer un titre comme admissible alors qu'il ne l'est pas.
- [262] En l'occurrence, la nomenclature CRPN ne rend pas compte des critères d'admissibilité des divers actifs. Aux termes du décret, seuls sont admissibles des titres remplissant des conditions de négociabilité, de localisation géographique de l'émetteur et de valorisation. L'analyse critique précise de la nomenclature CRPN est conduite à l'annexe 10.
- [263] Des imprécisions et largesses dans la définition du classement originel résulte que tout actif, qu'il soit admissible ou non au sens de l'article R.623-3, peut être ventilé dans la grille du règlement CRPN.

**Réponse de l'organisme :** *Cf réponse aux paragraphes [12] et [22] de la synthèse.*

**Observation de la mission :** *Cf. réponse aux paragraphes [12] et [22] de la synthèse.*

**Recommandation n°14 : Mettre la grille CRPN en conformité avec les dispositions du décret n°2002-1314.**

- [264] Lors d'un achat, la catégorie réglementaire correspondante gagnerait à être renseignée par le gérant ayant la responsabilité du titre en question. En outre, une validation formelle par le supérieur hiérarchique du gérant pourrait être envisagée.
- [265] Un suivi régulier de la réglementation devrait être mis en place afin que toute modification des dispositions législatives ou réglementaires relatives aux placements donne lieu à amendement de la nomenclature CRPN et conduise à la révision des titres en portefeuille potentiellement impactés par ladite modification.

**4.1.2. La réglementation n'est pas respectée**

- [266] Le décret n°2002-1314 définit la forme des actifs pouvant faire l'objet de placement et précise les conditions d'admissibilité de ceux-ci. Ces dispositions se trouvent codifiées aux articles R. 623-3 et suivants du code de la sécurité sociale.
- [267] La caisse détient un EMTN dénommé IXIS CIB (voir annexe 11) qu'elle classe dans la catégorie 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale : « *Obligations, parts de fonds communs de créances tels que définis à l'article L. 214-43 du code monétaire et financier, et titres participatifs tels que définis à l'article L. 213-32 du code monétaire et financier admis aux négociations sur un marché reconnu autres que [souverains ou sous-souverains de l'Espace économique européen]* ». Ce classement est erroné, l'instrument n'étant pas coté.



[268] Il conviendrait donc de reclasser cet EMTN au 4° du même article qui concerne certains bons à moyen terme négociables (BMTN). En effet, dans son rapport annuel de 2005, l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) assimile EMTN<sup>40</sup> et BMTN (voir encadré). Dans cette hypothèse, les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale s'appliqueraient :

- l'EMTN devrait provenir d'une émission au moins égale à 30 M€. Le prospectus indique que l'émission s'élève à 15 M€. Cette émission a été entièrement souscrite par la caisse.
- l'EMTN devrait faire l'objet d'une double valorisation. La caisse indique qu'elle bénéficie, de manière informelle, de l'expertise gracieuse de l'un de ses gérants de fonds afin de procéder à cette double évaluation. Cette expertise devrait être formalisée, la cessation des relations commerciales avec ce gérant entraînant ipso facto la cessation des prestations de valorisation. Cette valorisation informelle est en outre sans effet sur les obligations contractuelles de l'émetteur. On fera enfin observer que l'émetteur de l'EMTN en est simultanément le valorisateur (« *calculation agent* » dans le prospectus), ce qui signifie concrètement que l'émetteur est débiteur d'une obligation dont il calcule lui-même le montant (ce qui pourrait constituer une clause potestative) sans que ce dernier puisse être contesté par la caisse.
- le cours de l'EMTN devrait être publié au moins deux fois par mois. Le caractère public de ce cours est douteux.
- l'EMTN devrait comporter une clause de liquidité de la part de l'émetteur. Cette clause est absente du prospectus.
- enfin, l'EMTN devrait garantir une valeur de remboursement finale au moins égale au prix d'émission. Le prospectus indique que la valeur de l'EMTN doit rester positive ou nulle (ce dernier cas déclenchant l'échéance anticipée de l'instrument).

[269] L'EMTN n'est donc pas admissible.

---

<sup>40</sup> On observe que les sociétés d'assurance classent spontanément ce type de produit comme des BMTN et non comme obligations non souveraines admissibles en application du 2° de l'article R. 332-2 du code des assurances.

**Encadré : extraits du rapport annuel de l'ACAM, pp. 65-66**

*Les obligations et les BMTN figurent sur la liste des supports admissibles en tant qu'unités de compte sous certaines conditions : les obligations d'émetteurs privés sont visées par le 1° de l'article R. 131-1, qui renvoie au 2° de l'article R. 332-2 : « obligations, parts de fonds communs de créance et titres participatifs négociés sur un marché reconnu ». Le 1° de l'article R. 131-1 renvoie également au 2° ter de l'article R. 332-2, qui vise les « bons à moyen terme négociables répondant aux conditions mentionnées à l'article R. 332-14-1, et émis par des personnes morales autres que les États membres de l'OCDE ayant leur siège social sur le territoire de ces États et dont des titres sont négociés sur un marché reconnu ». Les produits dénommés « EMTN » ne figurent pas dans la liste de l'article R. 332-2. **Il est néanmoins possible de les assimiler à des obligations ou à des BMTN, auquel cas les conditions équivalentes s'appliquent.***

*Le marché reconnu est défini par l'article R. 332-2 comme faisant partie des « marchés réglementés des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen ou les marchés de pays tiers membres de l'OCDE en fonctionnement régulier ».*

*Ainsi, la qualification d'obligation ou de BMTN ne suffit pas à rendre éligible un produit financier, encore faut-il qu'il soit négocié sur un marché reconnu. Or, si une bourse européenne réglementée est de plein droit un marché reconnu, la négociation explicitement exigée par la réglementation n'est pas acquise par la simple inscription à la cote, qui n'assure pas la liquidité de l'actif support ni une fixation de son cours selon un mécanisme de marché. Par exemple, ne peuvent pas être considérés comme négociés sur un marché reconnu :*

- un titre dont le cours de bourse n'est qu'indicatif et ne repose sur aucune transaction ;
- un titre dont le cours n'est pas publié assez fréquemment ;
- un titre ne faisant l'objet d'aucune transaction ;
- un titre dont la notice précise que seules les opérations de vente sont possibles sur le marché secondaire.

#### **4.1.3. La caisse ne respecte pas son règlement financier**

[270] Par ailleurs la réglementation ne prévoit pas explicitement l'application du principe de transparence aux OPCVM qui peuvent être détenus en application des 5° (OPCVM obligataires), 6° (FCPR) et 8° (autres OPCVM coordonnés<sup>41</sup>) de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Aussi, s'il est explicitement interdit par le décret de détenir directement certains instruments, la question de leur détention indirecte à travers des OPCVM (et en particulier des FCP) se pose.

[271] En effet, d'un point de vue juridique, les actifs détenus par un OPCVM ne sont pas détenus par la caisse. Or les dispositions des articles R. 623-3 et suivants du code de la sécurité sociale s'appliquent à la caisse, mais pas aux OPCVM. Par conséquent, les OPCVM détenus par la caisse pourraient :

- détenir des instruments financiers ne figurant pas sur la liste de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, et dont la détention directe est interdite à la caisse ;
- détenir des instruments financiers autorisés par l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, mais dans des proportions excédant les limites imposées par l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale.

<sup>41</sup> Un OPCVM est dit coordonné lorsqu'il est régi « par les réglementations des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, pour autant que ces règles soient conformes à la directive n° 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilière » (CSS, art. R. 623-6).

[272] Cela aurait pour effet de priver totalement d'efficacité la réglementation, tant du point de vue des règles d'admissibilité que de dispersion. La mission considère par conséquent qu'il convient d'appliquer les dispositions du décret n° 2002-1314 modifié par transparence, c'est-à-dire en considérant que les actifs détenus par les OPCVM sont détenus directement par la caisse. La prise en compte en transparence concerne aussi bien les OPCVM dédiés pour lesquels la caisse détient un pouvoir de négociation suffisant pour imposer au gérant le respect des dispositions du décret de 2002 que pour les OPCVM ouverts dont il est généralement possible d'obtenir la composition ligne à ligne du portefeuille.

***Encadré : la transparence sous solvabilité II***

Dans le domaine de l'assurance privée, que l'article 132 de la directive 2009/138/CE du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (dite « solvabilité II ») impose que les placements soient effectués selon les principes de la « personne prudente » qui prévoient notamment que « *pour l'ensemble du portefeuille d'actifs, les entreprises d'assurance [...] n'investissent que dans des actifs et instruments présentant des risques qu'elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer, contrôler et déclarer de manière adéquate ainsi que prendre en compte de manière appropriée* ».

L'assureur doit donc être en mesure de connaître précisément la composition des OPCVM, dédiés ou non, qu'il détient afin d'évaluer les risques qu'ils présentent : la connaissance ligne à ligne des instruments détenus s'impose donc afin de satisfaire le principe de la « personne prudente ».

[273] Le règlement financier vient pallier la carence de la réglementation s'agissant des OPCVM dédiés. Il prévoit en effet que « *les objectifs et les contraintes de gestion : définition des types d'actifs éligibles dans le fonds, contraintes réglementaires, règles de gestion définies par la CRPN, notamment niveau de risque autorisé (ratio d'information, erreur de suivi), limites en matière de risque de crédit, taux de rotation du portefeuille, indice de référence éventuel* » doivent être expressément mentionnés et décrits. La position ainsi adoptée par la CRPN dans son règlement financier coïncide ainsi avec celle de la mission. L'application des contraintes réglementaires aux gestionnaires de fonds est la traduction exacte du principe de transparence évoqué supra.

**Réponse de l'organisme :** *Le règlement financier dispose que les objectifs et les contraintes de gestion doivent être précisés dans les conventions de gestion des fonds dédiés. Dans le règlement de la caisse, l'expression actifs éligibles ne fait pas référence au décret 2002-1314, mais se réfère au périmètre (ou à l'univers) des valeurs du fonds sur lequel le gérant peut intervenir, principalement l'univers de gestion géographique, et éventuellement la taille des capitalisations.*

*Toutes les conventions de gestion des fonds dédiés comportent une clause définissant ce périmètre d'investissement. A titre d'exemple, la rédaction pour un des fonds actions américaines est « le fonds doit être investi en actions de grandes capitalisations des Etats-Unis d'Amérique. Une diversification en petites et moyennes capitalisations est possible dans la limite de 20% du portefeuille ». Les actions européennes ne font donc pas partie des actifs éligibles de ce fonds.*

*Les conventions de gestion en place respectent la disposition du règlement financier relative aux objectifs et contraintes de gestion des fonds dédiés.*

**Observation de la mission :** *La réponse est très insatisfaisante. Si le règlement financier prend la peine de prévoir ces dispositions ce n'est pas pour que la convention de gestion recopie des dispositions qui figurent obligatoirement dans les prospectus mais bien pour que des dispositions spécifiques à la caisse soient prévues et notamment le respect de « conditions réglementaires » ; celles-ci ne peuvent évidemment être que celles propres à la caisse et non celles qui pèsent sur les gestionnaires de fond dont on ne voit pas l'intérêt de les faire figurer dans les conventions de gestion. La réponse confirme que la caisse s'appuie sur une rédaction vague et ambiguë du règlement financier (de nature sans doute à faciliter son approbation par la tutelle) pour se dégager de la réglementation qui limite les actifs détenus en direct. A contrario on pourrait s'interroger sur les chances de faire adopter un règlement qui préciserait noir sur blanc que dès lors qu'un actif non éligible au décret de 2002 est détenu par un fonds il devient éligible. Les observations sont maintenues. Tant que la réglementation n'est pas modifiée, si la caisse veut maintenir cette position, elle lui recommande vivement de la faire adopter expressément par le conseil d'administration et non de se réfugier derrière des arguties.*

[274] De l'application du principe de transparence découlent deux considérations. La première est que les actifs détenus par les OPCVM doivent répondre aux critères d'éligibilité du décret. La seconde est que les règles de limitation et de dispersion doivent également être appliquées par transparence.

[275] Le tableau suivant établit la liste des titres<sup>42</sup> que la mission juge non conformes à la réglementation ou à son esprit.

Tableau 21 : Actifs non conformes selon l'analyse faite par la mission (k€)

	Classement CRPN	Valeur brute	Dépréciations	Valeur nette	Type de l'OPCVM	Classification AMF
GALAXIE	R 623-3-8°	55 309	-6 093	49 216	Dédié	diversifié
ARIANE ASIE FCP	R 623-3-8°	47 419		47 419	Dédié	actions internationales
FF ASIAN AGRESSIVE	R 623-3-8°	25 091	-488	24 602	non dédié	actions internationales
LYXOR ETF MSCI AC ASIA-PACIFIC	R 623-3-7°	15 009		15 009	non dédié	actions internationales
CONVICTIONS PREMIUM - S	R 623-3-8°	14 797	-1 624	13 173	non dédié	diversifié
SOURCE EMERG MARKET MSCI	R 623-3-7°	11 672	-235	11 437	non dédié	actions internationales
ABERDEEN GLOBAL EMERGING MARKETS	R 623-3-8°	10 293	-79	10 214	non dédié	actions internationales
EXANE ARCHIMEDES FUND A	R 623-3-8°	10 000		10 000	non dédié	diversifié
EMTN EURIB +1.30% IXIS CIB	R 623-3-2°	6 000	-1 910	4 091		
EXANE CERES FUNDS A	R 623-3-8°	5 000		5 000	non dédié	diversifié
EXANE TEMPLIERS FUND A	R 623-3-8°	5 000		5 000	non dédié	diversifié
ZEPHYR	R 623-3-8°	2 258	-621	1 637	Dédié	diversifié
CS ALPHA JET	R 623-3-8°	290	-145	145	Dédié	diversifié
<b>TOTAL</b>		<b>208 137</b>	<b>-11 195</b>	<b>196 942</b>		

Source : Données : CRPN

[276] Ces placements représentent 7 % du portefeuille totale de la caisse en valeur nette comptable à fin 2011. L'étude détaillée des placements dont l'admissibilité est contestable est présentée à l'annexe 10. Dans la pratique les points susceptibles de poser des problèmes de conformité aux dispositions du décret n°2002-1314 trouvent leur origine dans l'utilisation de produits structurés ou dérivés.

<sup>42</sup> Les biens forestier ont été vendus au cours de l'année 2011.

4.1.3.1. Des OPCVM détiennent des actifs non éligibles à une détention directe ce qui pour la mission n'est pas acceptable

[277] La mission considère que les placements détenus au travers d'OPCVM doivent être analysés par transparence. Il est équivalent de dire que dans la mesure où la caisse est exposée aux placements souscrits via des OPCVM, ces derniers doivent être analysés comme s'ils figuraient directement au bilan de la caisse. Aussi, un OPCVM ne devrait pas être traité comme une ligne unique mais comme un ensemble de placements afin d'écarter le risque de contournement réglementaire. Cette analyse vise à faire prévaloir le fond sur la forme.

[278] Il convient alors de considérer par transparence les OPCVM. Le cas des OPCVM dédiés – pour lesquels la prise en transparence est impérative – est distinct de celui des OPCVM ouverts pour lesquels il est possible que la prise en transparence ne soit pas possible en raison du défaut d'informations transmises par le gérant.

[279] Ainsi, le FCP dédié ARIANE ASIE, inscrit au bilan pour une valeur de 47,4 M€ au 31 décembre 2011, investit sur les marchés émergents asiatiques. En 2011, ont fait l'objet de transactions des actions cotées sur les sept places boursières suivantes, situées dans des pays ou collectivité non membres de l'OCDE : Indonésie, Hong-Kong, Malaisie, Singapour, Taïwan, Thaïlande, Chine.

[280] La détention de telles actions n'est pas autorisée de manière directe au sens de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Toutefois, si le cas de la détention indirecte n'est pas pris en compte de manière explicite par la réglementation, il paraît difficile de concevoir qu'un achat non autorisé en direct fût permis par l'adjonction d'un intermédiaire particulièrement si l'intermédiaire en question est un fonds dédié à la caisse, l'exposition étant in fine la même.

4.1.3.2. Ces effets de classement ne sont pas sans impact sur le calcul des ratios

[281] La mission considère que les contraintes réglementaires doivent s'apprécier par transparence des fonds. Or le classement dans les diverses catégories réglementaires est un prérequis à la vérification des restrictions par type d'actif et par émetteur. Un classement défectueux, ainsi qu'il est pratiqué, entraîne un biais dans la vérification des divers ratios réglementaires.

[282] En effet, le décret n° 2002-1314 impose diverses limites, ces dernières étant exprimées sous la forme de fractions de l'actif total. En l'occurrence, l'ensemble des actifs détenus par chaque organisme doit respecter les limites suivantes :

- 34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que les actifs du 5° de ce même article dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de ces mêmes valeurs ;
- 5 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés au 6° de l'article R. 623-3 ;
- 20 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3 ;
- 10 % au plus pour l'ensemble des actifs mentionnés aux 11° et 12° de l'article R. 623-3.

[283] De même, ne peuvent représenter plus de 5 % des actifs des organismes :

- - les créances de toute nature et les actions émises par une même personne morale, à l'exception des actifs mentionnés au 1° de l'article R. 623-3 ;
- - un même immeuble ou les actifs mentionnés aux 9° et 10° de l'article R. 623-3.

[284] Un même organisme ne peut détenir plus de 10 % des titres émis par un même émetteur à l'exception des actifs visés aux 5° et 8° de l'article R. 623-3.

- [285] Par conséquent, la détention d'actifs non autorisés vient automatiquement augmenter l'assiette de calcul et donc fausser l'évaluation du respect des contraintes réglementaires.
- [286] De même, le portefeuille de l'organisme doit être obligatoirement composé d'au moins 90% d'actifs libellés ou réalisables en euros. Cependant, le respect de cette règle de congruence n'est pas garanti au vu de la part importante d'actions investies dans des entreprises ayant leur siège social localisé dans un Etat non membre de l'OCDE.
- [287] En l'état actuel, il n'est donc pas possible de s'assurer du respect de l'ensemble des contraintes réglementaires.

4.1.3.3. Si le raisonnement de la caisse était exact elle ne respecterait pas les règles de limitation et de dispersion

- [288] En contradiction avec ce qu'il est écrit au sein du règlement financier de la CRPN, il ressort des entretiens conduits par la mission que la caisse ne souscrit pas à l'application du principe de transparence à ses OPCVM dédiés. Si l'on estime comme la caisse que les règles ne s'appliquent pas puisque les actifs détenus par l'OPCVM ne sont pas juridiquement détenus par la caisse, alors un OPCVM constitue une ligne unique de placement. Or, par l'imposition de règles de limitations et de dispersion, le décret n°2002-1314 vise, à l'article R.623-10-1 du code de la sécurité sociale, à encadrer le risque de concentration et à encourager la diversification. Cet article limite les créances de toute nature et les actions émises par une même personne morale, à l'exception des actifs mentionnés au 1° de l'article R. 623-3, à 5 % de l'actif total de l'organisme.
- [289] La mission lit cet article comme s'appliquant aussi aux FCP coordonnés même si ceux-ci sont dépourvus de personnalité morale, considérant que l'esprit du texte est d'éviter une trop forte concentration sur un même émetteur. Elle tiendra compte de ce sujet dans son rapport de synthèse.
- [290] Or, à fin 2011, le fonds Uranus représente 945 M€ en valeur nette comptable, soit 33 % de l'actif total de la caisse. Si la CRPN ne souscrivait pas au principe de transparence alors la caisse devrait vendre 89 % de ce fonds afin que ce dernier ne représentât pas plus de 5 % de l'actif total<sup>43</sup>. En effet, même si l'article R. 623-10-1 ne s'applique pas explicitement au FCP, une gestion saine et prudente se doit de tenir compte de principe de diversification afin d'éviter une concentration des risques trop importante. La caisse témoigne d'ailleurs de sa volonté de diversification en ayant créée une poche de son portefeuille consacrée à la diversification. Par conséquent, In absence de reconnaissance du principe de transparence, le risque de concentration représenté par le fonds Uranus n'est pas justifié.
- [291] Même si la caisse ne reprenait pas cette analyse juridique la mission lui conseille d'intégrer, pour des raisons liées aux risques encourus cette disposition dans son règlement financier.

**Réponse de l'organisme :** *En l'état du texte réglementaire, il n'a pas été souscrit à l'application du principe de transparence des OPCVM, dédiés ou ouverts. Toutefois, comme exposé précédemment, le Fonds Uranus est spécifique en raison du fait qu'il s'agit d'un fonds 'outil', dans lequel la caisse valide toutes les opérations au préalable et connaît le portefeuille en temps réel.*

*Pour ces motifs, le portefeuille d'Uranus est considéré par transparence dans la documentation de gestion fournie aux administrateurs.*

*La CRPN est consciente qu'il n'existe pas de disposition particulière relative à un fonds 'outil' d'une telle sorte dans les textes réglementaires, mais a considéré qu'à défaut de précision, c'était le système le plus sûr et le moins onéreux sur le plan de la gestion obligataire dans le contexte et avec les compétences internes de la caisse.*

*Elle prend note de la recommandation pertinente de la mission d'inscrire ce point dans son règlement financier.*

**Observation de la mission :** Vu.

<sup>43</sup> Après prise en compte de la vente du fonds.

#### 4.1.3.4. Les produits dérivés

[292] L'utilisation de produits dérivés doit être conforme aux dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale qui prévoit notamment que les instruments financiers à terme doivent être admis à la négociation sur les marchés reconnus et utilisés dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement.

[293] Le recours aux produits dérivés n'est donc admis que dans une optique de couverture des risques. Pourtant, ces derniers sont largement utilisés par les OPCVM ayant des stratégies de gestion alternative dans un tout autre souci. Les stratégies mises en œuvre par ces OPCVM sont décrites en détails à l'annexe 10. La plupart de ces stratégies nécessite la mise en œuvre d'instruments financiers à terme dans des conditions ne répondant pas aux obligations du décret n°2002-1314 dans la mesure où l'utilisation de ces instruments vise à s'exposer à certains risques et non à les couvrir. L'utilisation de produits dérivés dans ces conditions est particulièrement risquée en raison de l'effet de levier permis par ces derniers. Les fonds ayant recours à ces instruments peuvent ainsi s'exposer à des pertes dépassant la valeur même du fonds. En conséquence, même si l'article R. 623-4 ne laisse pas spécifiquement l'application de ses dispositions aux OPCVM par transparence, la mission considère que les dispositions réglementaires doivent s'appliquer aux placements détenus via des OPCVM afin d'écartier toute possibilité de contournement réglementaire.

### ***4.2. Des prises de risques qui ne paraissent pas opportunes pour une caisse gérant un régime de retraite par répartition***

#### **4.2.1. La caisse est incapable d'évaluer la valeur de certains des actifs financiers qu'elle détient.**

[294] Le recours à des produits structurés ou titrisés peut poser des problèmes de compétences, notamment en termes de valorisation et de compréhension du produit.

[295] Les exemples des CDO et du swap de variance dont les mécanismes sont décrits à l'annexe 11 illustrent ces questions. Dans ce dernier exemple, la variance de référence doit correspondre à la variance implicitement attendue par le marché, soit la meilleure estimation de la variance qui sera réalisée.

[296] La détermination de ce niveau nécessite une modélisation complexe. Or si ce niveau de référence contractualisé est supérieur au juste niveau, le risque de perte est plus important pour le souscripteur qu'il ne l'est pour l'émetteur. Le souscripteur doit donc pouvoir appréhender la valeur du niveau de référence dans la mesure où de faibles écarts peuvent générer des pertes importantes. La question qui se pose alors est de savoir si la caisse est en mesure d'apprécier un tel niveau de volatilité.

**Réponse de l'organisme :** *La mission fait référence à un nombre limité de produits structurés complexes (30M€ de CDO cédés en 2006-2007 avec plus-value et un dernier de 15M€ souscrit en août 2007, qui font l'objet des pages 102 à 104 de l'annexe 11). La cession avec plus value a montré la compétence et la réactivité de la CRPN face à ce risque particulier.*

**Observation de la mission :** *La caisse lie la réalisation d'une plus-value à sa compétence et sa réactivité. On rappellera tout d'abord que la plus value ainsi réalisée est la contrepartie d'une prise de risque, on ne peut que se féliciter de l'issue heureuse mais elle n'était pas assurée. Par ailleurs il n'est pas démontré que le niveau de la plus-value ainsi obtenu ait été correctement évalué par la caisse. On donnera l'exemple suivant : supposons que la caisse achète un produit structuré au prix de 100. Supposons qu'au bout d'une période de temps donnée, l'émetteur évalue ce produit à 105, mais le propose au prix de 104 à la caisse, qui accepte de la vendre. Si elle a constaté une plus-value de 4, elle a perdu une partie de la plus-value qu'elle aurait pu encaisser si elle avait été capable d'évaluer le produit. Dans ce cas la caisse n'est pas en mesure de faire les calculs correspondants, elle accepte donc un rendement inférieur à celui correspondant au risque pris.*

**Réponse de l'organisme :** *Les structures complexes (sous forme de CDO ou autres) n'ont plus donné lieu à souscription depuis août 2007. La recommandation de la mission est donc déjà appliquée de fait depuis 5 ans et il sera proposé au Conseil de l'intégrer lors de la révision du règlement financier.*

**Observation de la mission :** *Vu On remarquera toutefois qu'il est différent de ne pas utiliser une possibilité et de se l'interdire.*

[297] De manière analogue, un CDO est un produit qui dépend non seulement des risques individuels composant le portefeuille mais également de leur corrélation. Les valeurs des coupons offerts par ces produits dépendent donc de l'estimation de la corrélation implicite des défauts. Il convient alors de se demander si la caisse dispose des outils et des compétences permettant d'évaluer ce genre de paramètre et si son souhait est d'investir dans des produits qui leur sont fortement liés.

[298] Le risque associé est alors double :

- d'une part, une mauvaise évaluation conduit à ne pas payer le produit à son juste prix. Par analogie avec des produits simples tels que des obligations à taux fixe, une telle erreur consisterait à accepter d'acheter au pair une obligation servant un taux de coupon de 1 % alors que les taux correspondants sont de 4 % ;
- d'autre part, une mauvaise compréhension des mécanismes du produit, comme par exemple l'exposition à des corrélations dans le cas d'un CDO, conduit à une mauvaise appréciation des risques. Par analogie, le risque serait comparable à l'achat d'une obligation dont l'émetteur serait mal connu de la caisse et pour lequel aucun indicateur du risque de crédit ne serait disponible. Il est alors délicat d'avoir une idée du risque de perte en capital.

#### **4.2.2. Les choix et objectifs de gestion introduisent des risques inadaptés et incontrôlés**

[299] L'objectif de rendement et de décorrélation affiché par la caisse a conduit à l'acquisition de titres excessivement risqués.

4.2.2.1. La gestion diversifiée n'a pas permis de réduire le risque du portefeuille.

[300] Comme il est détaillé à l'annexe 10, la diversification ne peut justifier à elle seule un investissement dans la mesure où cette dernière ne s'accompagne pas obligatoirement d'une réduction des risques.

[301] Ainsi, en dépit de la volonté de disposer d'une poche de titres décorrélée du reste du portefeuille, l'expérience montre que cet objectif n'est pas atteint.



4.2.2.2. L'utilisation d'indices conduit les actifs à s'aligner sur ces indices et non sur le passif

[302] L'utilisation d'indices de références dans la gestion des divers portefeuilles induit des biais dans le comportement des gérants ce qui peut poser problème dans le cadre d'une bonne gestion actif-passif. Dans cette perspective, le suivi d'un indice de référence ne peut se comprendre que si cet indice est lié au passif. L'objectif affiché par la caisse étant clairement l'équilibre financier du régime, il conviendrait que la durée<sup>44</sup> de l'actif fût la plus proche possible de celle du passif. Or, en l'état actuel, la durée de l'actif est déconnectée de la durée du passif. En effet, la volonté de se rapprocher le plus possible de l'indice de référence conduit à acquérir des titres dont les maturités sont semblables à celles des titres composant l'indice.

[303] De même, Lorsque l'indice de référence est composé de titres hors zone euro, son suivi expose au risque de change.

**Réponse de l'organisme :** *Voir réponse sous [104]*

**Observation de la mission :** *Voir réponse sous [104]*

[304] La caisse semble croire à l'inexistence du risque de change sur le long terme. Par conséquent, il n'y aurait pas d'utilité à couvrir ce risque. En l'état actuel, cette assertion n'est pas clairement démontrée. L'annexe 10 revient en détails sur ce point pour arriver à une conclusion contraire.

**Réponse de l'organisme :** *Voir réponse sous [104]*

**Observation de la mission :** *Voir réponse sous [104]*

[305] **Au total la mission constate que le caractère central donné au rendement, par comparaison à des indices de référence et sans définition de niveaux de risques admissibles, dans la politique de placement conduit la caisse pour atteindre ces objectifs à avoir une gestion présentant des risques excessifs au regard de sa mission. Des placements en pourcentage limité dans le portefeuille lui apparaissent aussi non-conformes à la réglementation.**

[306] **Elle recommande à la caisse de respecter la réglementation et d'en adopter une vision large, en particulier de l'appliquer en transparence et avec une vision protectrice des règles de dispersion. Elle fait aussi des propositions techniques allant dans le même sens.**

**Recommandation n°15 : Adopter une vision large de la réglementation et en particulier l'appliquer en transparence et avec une vision protectrice des règles de dispersion.**

**Recommandation n°16 : Ne pas inclure dans la liste des actifs éligibles des produits pour lesquels la caisse ne dispose pas de réelle compétence.**

**Recommandation n°17 : Mesurer et encadrer le risque de change comme le prescrit le règlement financier.**

**Recommandation n°18 : Revoir la place centrale conférée aux indices de référence et la compléter de mesures du risque.**

---

<sup>44</sup> La durée d'une obligation est la durée de vie moyenne de tous les flux (intérêts et capital) actualisés. La durée correspond à la somme des durées pondérées par les valeurs actualisées des flux à percevoir rapportée à la valeur présente du titre. La durée s'exprime en unités de temps et est assimilable à un délai moyen de récupération de la valeur actuelle. La durée d'une obligation correspond à la période à l'issue de laquelle sa rentabilité n'est pas affectée par les variations de taux d'intérêt.

- [307] Globalement les réponses faites par la caisse portent sur peu de points du constat et ne conduisent pas à modifier le rapport provisoire.
- [308] La mission a noté un contraste entre la lettre d'accompagnement qui indique que la caisse « *va s'inscrire dans le cadre de l'ensemble des 18 recommandations formulées et ce, dans les meilleurs délais* » et certaines réponses, notamment sur la portée du règlement financier qui par le souci de défendre la gestion sous revue peuvent laisser penser que la caisse ne reprendrait pas à son compte la nécessité d'appliquer la réglementation à la fois aux actifs détenus en direct et à ceux détenus par des fonds dédiés.
- [309] La mission fait l'hypothèse que le contenu de la lettre d'accompagnement prévaut elle attire toutefois sur ce point l'attention de la tutelle qui devra, tant que la réglementation n'est pas clarifiée sur ce point, veiller à ce que les règlements financiers le prévoient.
- [310] **Par ailleurs, le rapport définitif est produit à un moment où la mission a pu faire des contrôles de même nature dans d'autres caisses. Cette dimension comparative ne modifie en rien le constat fait et les propositions qui s'ensuivent. Elle permet toutefois de noter que dans des domaines qui font l'objet de critiques et de propositions d'amélioration que la mission confirme les performances de la CRPN sans être les meilleures rencontrées ne sont pas parmi les moins bonnes :**
- **les prises de risque de la CRPN et le recours à des actifs non éligibles à la détention directe et particulièrement risqués ont été nettement moindres que dans d'autres caisses contrôlées par la mission ;**
  - **le suivi des frais est parmi les meilleurs rencontrés ;**
  - **une réelle démarche de mise en place d'un contrôle interne était en cours à la date des investigations ;**
  - **les règles déontologiques sont parmi les plus abouties.**

Yan-Gaël AMGHAR

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Vincent RUOL

## Liste des recommandations

1	Revoir la politique de placement au regard des engagements, de l'intégration d'objectifs de risque (niveau de risque par classe d'actif) et la soumettre à la délibération du conseil d'administration.
2	Mesurer l'exposition par émetteur et groupe d'émetteur (risque de concentration)
3	Inclure des règles relatives aux produits admis et interdits
4	Inclure des critères de choix entre actifs au sein des actifs admis de l'allocation stratégique
5	Préciser les modalités de gestion des différentes poches
6	Inclure dans la mission du commissaire aux comptes la certification du tableau attestant le respect des contraintes réglementaire
7	Isoler et chiffrer le montant des frais de courtage supportés par les titres détenus directement par la caisse.
9	Fixer par voie réglementaire le plan comptable applicable
9	Proposer aux administrateurs de la caisse de suivre un programme de formation dans les domaines comptable, financier et actuariel.
10	Mettre les conventions de gestion des OPCVM dédiés en conformité avec la réglementation applicable aux titres détenus directement par la caisse.
11	Communiquer aux administrateurs au moins annuellement un tableau des frais supportés par les actifs sous gestion directe et déléguée.
12	Mettre en œuvre dans des délais brefs l'organisation et les procédures permettant de respecter les règles relatives aux marchés que les directives européennes transposées dans l'ordonnance de 2005.
13	Appliquer ces règles aux prestations de services liés aux placements sans tenter d'en restreindre le champ en s'appuyant sur les dispositions de l'article 7-II-1° de l'ordonnance.
14	Mettre la grille CRPN en conformité avec les dispositions du décret n°2002-1314.
15	Adopter une vision large de la réglementation et en particulier l'appliquer en transparence et avec une vision protectrice des règles de dispersion.
16	Ne pas inclure dans la liste des actifs éligibles des produits pour lesquels la caisse ne dispose pas de réelle compétence.
17	Mesurer et encadrer le risque de change comme le prescrit le règlement financier.
18	Revoir la place centrale conférée aux indices de référence et la compléter de mesures du risque.



