



Inspection générale  
des affaires sociales  
RM2012-062P

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

**RAPPORT DEFINITIF  
ANNEXES**

Établi par

Yan-Gaël AMGHAR   Paulo GEMELGO   Pascal PENAUD   Vincent RUOL

Inspecteurs et inspecteurs généraux des affaires sociales

- Janvier 2013 -



## Sommaire

Les annexes dont la liste figure ci-dessous comportent des recommandations complémentaires de celles figurant dans le rapport, dont la mission a estimé qu'elles pouvaient être pertinentes, dans le cadre de la problématique traitée, mais dont l'importance ne justifiait pas forcément qu'elles figurent dans le rapport

<b>ANNEXE 1. LETTRE DE MISSION.....</b>	<b>5</b>
<b>ANNEXE 2. METHODE DE TRAVAIL ET LISTE DES PERSONNES RENCONTREES .....</b>	<b>7</b>
<b>ANNEXE 3. REVUE ANALYTIQUE DES COMPTES .....</b>	<b>9</b>
<b>ANNEXE 3 POLITIQUE IMMOBILIERE.....</b>	<b>13</b>
<b>ANNEXE 4. ÉTUDES REALISEES EN VUE DE LA FIXATION L'ALLOCATION STRATEGIQUE .....</b>	<b>23</b>
<b>ANNEXE 5. COMPARAISON ENTRE DOCUMENTS PREPARES PAR LES SERVICES ET RAPPORT DE LA COMMISSION FINANCIERE (2010 – 2011) .....</b>	<b>31</b>
<b>ANNEXE 6. REVUE DES DOCUMENTS FOURNIS A LA COMMISSION FINANCIERE..</b>	<b>57</b>
<b>ANNEXE 7. LE CONTROLE INTERNE.....</b>	<b>61</b>
<b>ANNEXE 8. LES CONTROLES EXTERNES.....</b>	<b>71</b>
<b>ANNEXE 9. ANALYSE DES OPCVM DEDIES .....</b>	<b>75</b>
<b>ANNEXE 10. ANALYSE DU PORTEFEUILLE MOBILIER.....</b>	<b>95</b>
<b>ANNEXE 11. ANALYSE DES PRODUITS STRUCTURES.....</b>	<b>135</b>
<b>ANNEXE 12. SYSTEME D'INFORMATION.....</b>	<b>137</b>



## Annexe 1. Lettre de mission



MINISTÈRE DU TRAVAIL, DE L'EMPLOI ET DE LA SANTÉ

PARIS, LE 10 JAN. 2012

le Ministre du travail, de l'emploi et de la santé

à

Monsieur le chef de l'Inspection générale des affaires sociales

**Objet** : Contrôle des placements des régimes de retraite complémentaires professionnels

Les régimes de retraite complémentaires professionnels sont gérés majoritairement sur le modèle de la « répartition provisionnée », qui les a conduits à accumuler un montant de réserves conséquent.

Si les régimes complémentaires obligatoires sont soumis à la tutelle de l'Etat, les textes ne définissent pas les outils nécessaires à un contrôle des caisses s'agissant de la gestion financière de leurs réserves.

Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 a mis en place un encadrement juridique des placements autorisés pour les caisses professionnelles de retraite complémentaire, sur le modèle de celui alors applicable aux organismes assureurs. Il n'a pas été actualisé depuis. Ce décret ne fixe en outre aucune obligation aux régimes de transmettre à leur tutelle un reporting régulier des portefeuilles gérés. Le décret n°2002-1314 ne prévoit de plus aucun dispositif de contrôle des placements. De même pour les autres caisses qui ne rentrent dans le champ du décret n°2002-1314<sup>1</sup>, les autorités de tutelles ne disposent d'aucune visibilité sur leur portefeuille financier.

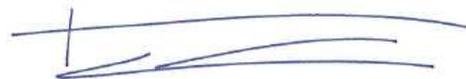
Or l'importance des réserves constituées, garantissant à ce jour l'équilibre de long terme de ces régimes justifie que soient garanties les conditions d'une gestion saine de ces réserves mais également d'un contrôle efficace de la part de la tutelle en la matière.

Dans le cadre d'une amélioration du contrôle et de l'information des autorités de tutelle pourrait par ailleurs être étudiée la piste souhaitée par plusieurs caisses, d'un élargissement de la liste des placements autorisés par le décret de 2002.

<sup>1</sup> Les conseils d'administration de l'AGIRC-ARRCO et de l'IRCANTEC définissent leur politique de placement. L'AGIRC-ARRCO établit tout de même un règlement financier validé par le ministre chargé de la sécurité sociale (article L 922-6 du CSS). Les placements réglementés de l'ERAFP sont eux définis dans le cadre de l'article R 931-10-21 du CSS.

Je souhaiterais en conséquence que l'Inspection générale des affaires sociales établisse un état des lieux de la situation des placements des organismes de retraite complémentaire et définisse les modalités d'un contrôle renforcé de l'Etat sur les placements de ces caisses, en étudiant les propositions d'évolution des règles applicables sur les placements.

Je souhaite pouvoir disposer des conclusions de l'Inspection générale des affaires sociales d'ici la fin Mai 2012.



**Xavier BERTRAND**

## Annexe 2. Méthode de travail et liste des personnes rencontrées

- [1] La mission a rencontré les personnels de la caisse et les intervenants extérieurs concernés par la politique des placements tant mobiliers qu'immobiliers
- [2] Elle a pris connaissance des documents retraçant le fonctionnement de la caisse (procès verbaux des conseils d'administration et des commissions financières et rapports d'activité) pour la période sous revue (2006-2011). Elle a obtenu un état détaillé des placements à chaque fin d'exercice et l'a analysé. Elle a de même obtenu les conventions de gestion et les descriptifs des placements dont elle a fait la revue.
- [3] Elle a rencontré le commissaire aux comptes, elle a pu accéder à ses dossiers de travail (cf. annexe contrôles externes) mais en raison de son refus initial, uniquement la fin des investigations et pour la seule année 2011 ce qui ne lui a pas permis de dimensionner ses contrôles au regard des informations ainsi recueillies.
- [4] Les méthodes de travail de l'inspection ont été respectées et les investigations ont fait l'objet d'une restitution en fin de mission au directeur, d'une part, à la présidente et au vice-président du conseil d'administration d'autre part.

Tableau 1 : Liste des personnes rencontrées

Nom	Fonctions
Mme PAYRAULT-MEYZER	Présidente du conseil d'administration
M. HOYER	Vice Président du Conseil d'administration
M. STOFER	Directeur
Mme GENLOT	Secrétaire Général
M. SCHURDEVIN	Responsable du service Comptabilité
M. PAGES	Responsable du service Immobilier
Mme FOREST	Responsable du service Financier
M. GROLLEAU	Gérant Produits diversifiés
M. COMBEPINE	Gérant Obligataire
M. TOMI	Gérant Actions
Mme FABRE	Chargée de mission auprès de la présidente en charge de l'évolution du contrôle interne et de la gouvernance
Mme DREME	Commissaire aux comptes
M. DEVAUX	Consultant (Cabinet MDCCI) en charge du contrôle interne afférent aux placements financiers

Source : Mission



## Annexe 3. Revue analytique des comptes

- [5] La mission a effectué une revue analytique des rapports des commissaires aux comptes et des documents qui leur sont joints pour les exercices 2006 à 2011.
- [6] Pour l'ensemble des exercices les comptes sont certifiés sans réserve.

### 1. RESULTATS GLOBAUX ET VALEUR COMPTABLE DES VALEURS MOBILIERES DE PLACEMENT

- [7] A l'exception de l'année 2008 où les pertes faites sur les placements mobiliers sont de 370 millions d'euros et entraînent un résultat négatif de 320 millions d'euros les revenus des placements sont positifs et en moyenne sur la période 2005-2011.

Tableau 2 : Résultats 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 : Exploitation IGAS données CRPN

- [8] Le résultat positif enregistré en 2009 s'explique, pour une part, par des reprises de provisions faites en 2008. Toutefois l'impact de la crise financière est notable et a sensiblement ralenti la progression du portefeuille de la CRPN. Ainsi la valeur comptable du portefeuille (valeur d'acquisition après prise en compte des provisions pour moins value et sans prise en compte des plus values latentes) a décliné de 15% en 2008 et fin 2011 à l'indice 106,6 par rapport à fin 2005 et moins que le maximum atteint en 2007.

Tableau 3 : Valeur comptable des valeurs mobilières de placement (K€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur brute		2 858 047	2 967 858	2 960 224	2 891 962	2 901 115	2 943 780
Amortissements et provisions		20 634	26 001	<b>456 000</b>	<b>117 779</b>	17 548	71 353
Valeur nette	2 693 530	2 837 413	2 941 857	2 504 224	2 774 183	2 883 567	2 872 427
Augmentation valeur nette / n-1		5,3%	3,7%	-14,9%	10,8%	3,9%	-0,4%
Indice base 100 2005	100	105,3	109,2	93,0	103,0	107,1	106,6

Source : Exploitation IGAS données CRPN

## 2. RESULTAT IMMOBILIER

- [9] Le résultat immobilier avait tendance à diminuer entre 2005 et 2007 en raison d'une décroissance des produits des cessions d'immeubles (75,5 millions d'euros en valeur brute en 2005 contre 8,9 millions en 2007). Il s'accroît brusquement en 2008 année de la crise financière. Les cessions remontent à 48,6 millions et se stabilisent les années suivantes autour à 26 et 31 millions.
- [10] Les résultats de la gestion immobilière hors cession sont stables.

Tableau 4 : Résultat immobilier (K€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat réserves immobilières	53 519	30 476	23 640	49 378	38 821	37 957	18 527
cessions immeubles nettes valeur comptable	38 070	15 130	6 356	32 448	21 716	22 250	3 442
<i>résultat gestion immobilier</i>	15 449	15 346	17 284	16 930	17 105	15 707	15 085
produit des cessions	75 524	26 009	8 944	48 615	25 936	31 294	4 544
valeur comptable biens cédés	37 454	10 878	2 588	16 167	4 220	9 043	1 102
Rapport produit valeur comptable	2,0	2,4	3,5	3,0	6,1	3,5	4,1

Source : Exploitation IGAS données CRPN

## 3. LE RESULTAT DU PORTEFEUILLE

- [11] Les résultats des participations étant stables et non analysés ici, les résultats des valeurs mobilières dépendent de ceux du portefeuille retracés ci-dessous.

Tableau 5 : Résultats du portefeuille (K€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat portefeuille	166 176	160 939	158 910	-379 364	291 747	119 115	26 122
Revenus VMP	59 372	63 741	61 225	66 820	43 149	31 301	29 537
Gains ou pertes de change jetons de présence	-479	0	19		1	0	1
Plus value cession VMP	106 130	154 157	161 006	75 571	42 702	79 011	82 155
Moins values cessions VMP	-46 751	-51 060	-55 208	-89 063	-129 448	-88 450	-28 930
Dotations/reprises nettes provisions	53 201	-3 218	-5 367	<b>-430 000</b>	<b>338 222</b>	<b>100 230</b>	<b>-53 805</b>
Frais liés gestion portefeuille	-3 140	-608	-664	-495	-559	-555	-499
Coûts de fonctionnement	-2 157	-2 075	-2 101	-2 197	-2 321	-2 422	-2 338

Source : Exploitation IGAS données CRPN

- [12] La crise de 2008 se manifeste par des moins values de cession mais surtout par des provisions. La reprise de ces provisions explique l'existence de reprises nettes en 2009 et 2010.

#### 4. LA ROTATION DU PORTEFEUILLE

- [13] Les données figurant en pièce jointe à cette annexe comportent les valeurs brutes et début et fin d'exercice ainsi que les valeurs brutes des cessions et des acquisitions. Ces éléments permettent d'analyser de manière globale la rotation du portefeuille.
- [14] Pour cela on a calculé le ratio suivant qui neutralise la part de la variation qui est due à l'évolution du portefeuille entre le début et la fin de l'exercice [acquisitions + valeur absolue des cessions – valeur absolue de la variation du portefeuille]/ [(valeur du portefeuille au 1/1+ valeur du portefeuille au 31/12)/2].

Tableau 6 : 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*

- [15] On note une très sensible augmentation de la rotation en 2008 qui s'explique par l'ajustement du portefeuille fait pour la situation financière adapter.
- [16] Si on prend quatre composantes du portefeuille qui représentent plus de 90% des mouvements on constate :
- Le même comportement en 2008 sauf pour les OPCVM actions qui correspond à un comportement de moindre réévaluation du portefeuille ;
  - Une forte augmentation de la rotation du portefeuille obligataire en 2010 ;
  - Une rotation croissante pratiquement multipliée par trois des OPCVM monétaires alors même que leur solde en fin d'exercice est très sensiblement réduit

#### 5. LES ENGAGEMENTS HORS BILAN

- [17] Les engagements hors bilan donnés se sont fortement accrus en raison des engagements de souscription de parts de FCPR. Passant de 0 à 22,5 millions d'euros en 2011.

Tableau 7 : Evolution des engagements hors bilan donnés (K€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Engagements hors bilan donnés	2 423	10 276	13 909	17 001	30 033	25 122	26 126
dont engagements souscription de parts de FCPR	0	7 750	11 576	13 919	27 604	22 082	22 580

Source : *Exploitation IGAS données CRPN*

- [18] **Il serait sans doute pertinent de les rapprocher des FCPR réellement souscrits qui ne sont pas identifiés dans les comptes pour donner une vision globale de ces engagements.**

**Réponse de l'organisme :** *Il existe deux méthodes de comptabilisation des engagements dictées par les sociétés de gestion de FCPR selon les conditions d'émission des parts :*

- *libération en totalité (pas d'engagement hors bilan)*
- *libération fractionnée (engagement hors bilan)*

*Il est fourni à chaque Commission Financière la teneur de la totalité de nos engagements en FCPR (en annexe 13 de la documentation de la Commission Financière).*

*Un suivi analytique des engagements hors bilan par FCPR est réalisé tous les mois, dans le cadre du suivi comptable du compte 801150. Ce suivi fait également partie intégrante du dossier de clôture comptable annuelle.*

**Observation de la mission :** *Vu il sera donc possible de satisfaire facilement à la demande de la mission et d'enrichir l'information fournie en annexe des comptes.*

## Annexe 4. Politique immobilière

- [19] La CRPNPAC dispose d'un patrimoine immobilier valorisé à hauteur de 839,5 M€ en valeur de marché et 236,9 M€ en valeur comptable au 31 décembre 2011.

### 1. PRINCIPALEMENT SITUE A PARIS LE PATRIMOINE IMMOBILIER EST REPARTI POUR MOITIE ENVIRON ENTRE BUREAU ET HABITATION

Tableau 8 : Patrimoine immobilier de la caisse (dont SCI) au 31 décembre

Chiffres en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur nette comptable	233,8	229,2	251,4	250,6	239,8	236,9
Valeur de marché	753,3	819,6	790,0	787,8	815,1	839,5
Plus-value latente	519,5	590,4	538,6	537,2	575,2	602,6
Plus-value latente en % de la valeur comptable	222,2%	257,5%	214,3%	214,4%	239,8%	254,3%

Source : IGAS d'après données CRPN.

- [20] Les résultats de la gestion immobilière ont été présentés dans l'annexe « revue analytique des comptes ». Le contrôle interne immobilier est traité dans l'annexe dédiée au contrôle interne.
- [21] La caisse détenait au 31 décembre 2011 son patrimoine de manière directe (33 biens immobiliers) et au travers de cinq sociétés civiles immobilières (SCI) :

Tableau 9 : Répartition géographique des biens immobiliers détenus directement par la caisse

Commune	Nombre de biens	Valeur nette comptable	Valeur de marché
Paris	17	90,6	226,9
Neuilly	3	20,1	70,0
Courbevoie	1	19,7	50,0
Kremlin Bicêtre	2	9,9	20,8
Puteaux	1	8,5	47,0
Vélizy	1	6,3	11,1
Levallois	1	6,1	14,5
Boulogne	2	6,0	21,0
Lyon	2	5,3	12,4
Marignane	2	0,3	0,3
Vincennes	1	-	-
SCI	5 SCI	64,0	365,6

Source : IGAS d'après données CRPN

- [22] Les actifs immobiliers détenus sont répartis approximativement pour moitié entre immobilier de bureau et immobilier d'habitation :

Tableau 10 : Répartition du patrimoine immobilier de la CRPN par affectation

Affectation	Nombre de biens	Valeur nette comptable	Valeur de marché
Location de bureaux	8	96,9	481,1
Autres locations	23	139,7	358,1
Terrain	2	0,3	0,3
SCI	5 SCI	64,0	365,6

Source : IGAS d'après données CRPN

## 2. LA GOUVERNANCE

### 2.1. Les décisions relatives au patrimoine immobilier sont soumises au contrôle du conseil d'administration

#### 2.1.1. Les décisions d'investissement et de cession sont soumises à approbation du conseil

- [23] Les décisions d'acquisition, de vente et de travaux donnent lieu, après avis de la commission immobilière, à une délibération du Conseil d'administration autorisant le président (ou la présidente) à effectuer une opération (pour un montant limite ou minimal, selon qu'il s'agit d'une acquisition ou d'une cession) et à déléguer cette opération aux services de la caisse. Les valeurs définies par la caisse sont assorties d'une marge de négociation de 5%.
- [24] De ce fait, en raison du rythme trimestriel des réunions de la commission et du conseil, la durée de réalisation des opérations peut être allongée. Cette longueur des procédures en matière immobilière est un point régulièrement discuté en conseil d'administration. Ainsi, au conseil du 7 décembre 2007, « en réponse à une question [d'un administrateur représentant les affiliés], [le responsable immobilier] souligne les difficultés pour la CRPN d'être réactive en matière d'achat immobilier, compte tenu des procédures et délais à respecter. [Un administrateur représentant des employeurs] signale que la commission immobilière mène une réflexion visant à réduire ces délais. Les modifications envisagées par la commission vont faire l'objet d'une consultation de la Tutelle et un exposé en sera fait à un prochain Conseil. [L'administrateur représentant les affiliés déjà mentionné] s'étonne de la lourdeur des procédures liées à l'achat immobilier en comparaison avec les valeurs mobilières qui mobilisent pourtant des sommes beaucoup plus importantes ». Le 11 septembre 2008, un autre administrateur « demande que les services réfléchissent à une proposition d'allègement du processus de décision en matière immobilière ». Le 30 mars 2010, le même administrateur souligne que le service immobilier de la caisse se justifie devant les administrateurs pour la vente d'un immeuble « entre 14 et 16,5 M€, alors que durant le dernier trimestre le service financier a réalisé des mouvements sur le portefeuille pour un total de 400 M € ».
- [25] De fait, dans la période 2006-2011, 38 délibérations ont été adoptées par le conseil d'administration en vue d'une acquisition ou d'une cession. Si le montant moyen de la délibération est de 11,22 M€ et le montant médian de 8,75 M€, on constate que 8 décisions ont porté sur des montants inférieurs à 1 M€ (la plus petite portait sur 5 000€).
- [26] Si l'ensemble des décisions de cession et d'investissement donne lieu à une approbation formelle, quel que soit leur montant, certaines décisions comme l'octroi de franchises de loyers accordées à certains locataires de bureaux en début de bail ou lors d'un renouvellement, ne donnent pas lieu à des approbations expresses alors qu'elles peuvent porter sur des montants significatifs : ainsi, au quatrième trimestre 2010 et au premier trimestre 2011, le montant des franchises s'est élevé à 6947 25€, soit 1,389 million sur deux trimestres.

[27] L'encadrement très strict des décisions d'investissement et de cession est donc en contraste avec la latitude totale laissée aux services de la caisse pour accorder des franchises. Cette latitude totale peut d'autant plus être discutée que les services de la caisse n'ont pas défini de politique en matière d'octroi de franchises de loyers : en effet, les services de la caisse reconnaissent que les franchises sont accordées en fonction des demandes des locataires, selon l'état du marché.

### 2.1.2. L'information sur les projets d'investissement et de cession s'est améliorée

[28] Les propositions d'investissement et de vente donnent lieu à une information inégale et souvent insuffisante :

- les rapports de la caisse s'appuient une valeur vénale et / ou une valeur locative estimées, en mentionnant souvent des expertises, mais sans citer ni présenter la source de ces estimations. De ce fait, certaines assertions des services de la caisse, telles qu'une « *valeur locative est environ 20 à 25% de dessous de la valeur du marché* » (pour l'acquisition d'un immeuble en novembre 2007), ou une « *valeur locative au maximum de ce qu'elle peut être* » (pour la cession d'un immeuble en septembre 2008), ne sont pas vérifiables ;
- les acquisitions et les travaux d'investissement ne donnent pas lieu, avant 2011, à la présentation d'un *business plan* confrontant les coûts du projet (capital, coût de financement lorsque le capital est financé par l'emprunt) et les retours (loyers, gains en valeur vénale) ou au calcul d'un taux de rendement interne (TRI). La seule information présentée jusqu'en 2011 est le calcul d'un rendement locatif brut (loyer rapporté à la valeur d'acquisition) ou net (loyer net de charges rapporté à la valeur d'acquisition), qui ne donne pas d'information directe sur la rentabilité économique de l'opération. En outre, le taux d'occupation des biens acquis n'est jamais indiqué ;
- en revanche, les propositions de ventes présentées par les services de la caisse donnent lieu à une comparaison entre le TRI en cas de cession et de conservation du bien.

[29] A l'exception des plans de travaux annuels, ces informations n'étaient transmises aux administrateurs qu'au stade de la délibération : les projets de cession, d'une part, et d'investissement, d'autre part, étaient présentés de façon isolée, sans présentation globale permettant d'opérer des arbitrages ou des comparaisons. Si, s'agissant des investissements, la présentation des projets dépend des possibilités se présentant à la caisse, s'agissant des cessions, une présentation globale de programmes de cessions permettrait aux administrateurs d'effectuer des comparaisons et des arbitrages entre les différents projets.

[30] En l'absence de ces informations, les administrateurs ne sont pas en mesure d'effectuer des arbitrages qui leur sont pourtant parfois demandés.

[31] Ainsi, au conseil de mars 2009, les services de la caisse proposent d'abaisser les prix de vente minimaux adoptés par le conseil pour deux immeubles (rue Salomon de Rothschild à Suresnes et rue Beaubourg à Paris) ; la vente de ces biens à un prix abaissé est justifiée par un arbitrage en faveur de projets d'acquisition. Ces propositions de délibération appellent trois observations :

- alors que la révision à la baisse des prix aurait justifié une révision des éléments de décision présentés précédemment, de nouveaux calculs de TRI tenant compte des nouvelles conditions de prix proposées ne sont pas présentés ;
- la commission immobilière décide de ne baisser le prix de vente d'un des deux immeubles que si la vente de l'autre n'aboutit pas : or, elle ne dispose pas des éléments d'appréciation nécessaires à un tel arbitrage ;
- en l'absence de calcul de TRI sur les projets d'acquisition, les administrateurs ne sont pas informés sur les éléments fondamentaux de l'arbitrage qui leur est demandé entre les immeubles à céder et les immeubles à acquérir.

[32] Toutefois, l'information donnée aux administrateurs s'est améliorée au cours de la période sous revue :

- une analyse globale du patrimoine a été réalisée, conduisant à l'adoption d'un budget pluriannuel de développement et mise aux normes et d'un programme de travaux du 202,94 M€ sur 2012-2017 ;
- à partir de septembre 2010, des éléments d'informations et de propositions sont introduits sur des éléments du patrimoine, et donnent lieu à des points d'information et de discussion régulière en commission immobilière et au conseil d'administration, avant de déboucher sur une proposition de délibération. Cette méthode permet au conseil d'administration d'être informé plus en amont sur les projets, de solliciter des études complémentaires ou de demander la présentation de plusieurs scénarios de transformation d'un actif, en comparant, le coût, les recettes attendues et le TRI des différentes options.

## **2.2. Le reporting sur les résultats de la gestion est précis mais l'information sur les locations et les ventes à la découpe perfectibles**

### **2.2.1. Le reporting sur les résultats de la gestion est précis**

[33] Le reporting est détaillé :

- à chaque commission immobilière sont présentés les résultats du trimestre précédent : suivi des programmes de vente à la découpe en cours (surfaces et montants vendus et à vendre), suivi des locations (recettes locatives et taux d'occupation des immeubles),
- le suivi des décisions du conseil (de cession, d'investissement et de travaux) est également présenté ;
- en outre, sont présentées chaque année, pour chaque élément du patrimoine, la valeur d'usage et la valeur vénale (et un commentaire des variations), ainsi qu'une évaluation du TRI (rapporté à la valeur vénale et à la valeur d'usage).

### **2.2.2. L'information donnée sur les locations est toutefois perfectible**

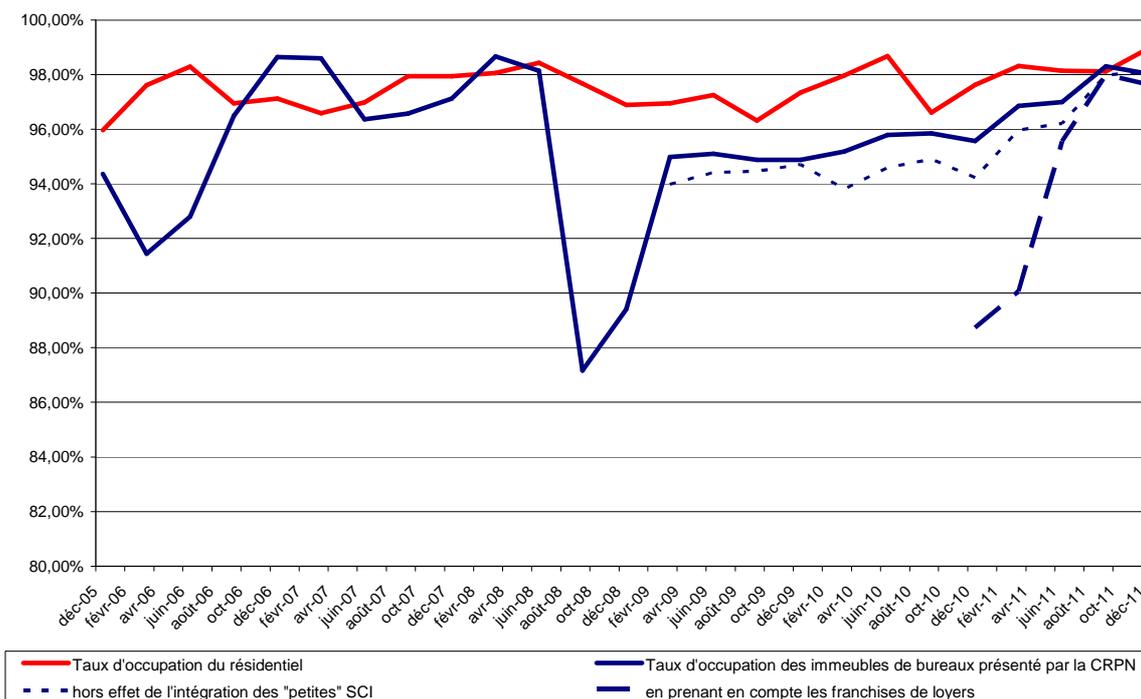
[34] Un tableau présente chaque trimestre, pour les différents immeubles, les loyers facturés et les valeurs locatives des surfaces vides, ainsi qu'un taux d'occupation.

[35] Toutefois, le périmètre de l'information n'est ni complet ni stable dans le temps :

- les immeubles d'habitation en cours de vente à la découpe ne sont pas intégrés dans le périmètre. S'il y a une justification à ne pas fausser la lecture du taux d'occupation du patrimoine global du fait des opérations de vente à la découpe, il serait toutefois utile au conseil de connaître les pertes de recettes locatives pendant les périodes de vente à la découpe.
- les immeubles en cours de travaux sont généralement intégrés dans le périmètre d'analyse, mais, dans certains cas, ils sont sortis du périmètre pendant les travaux (cela a été le cas pour l'immeuble de la caisse boulevard Saint-Germain) ;
- les données présentées écartent les franchises de loyer du calcul à partir du quatrième trimestre 2010. Cela aboutit, lors de trimestres où les franchises sont élevées, à majorer de près de 7 points le taux d'occupation du patrimoine de bureaux.

**Recommandation n°1: Présenter aux administrateurs des données sur les taux d'occupation sur des périmètres stables dans le temps et prenant en compte l'ensemble des motifs de vacance (travaux, franchises, vente à la découpe).**

[36] Le graphique suivant montre à la fois l'évolution des taux d'occupation du patrimoine de bureaux et du patrimoine résidentiel, et l'impact de la prise en compte des franchises sur le taux d'occupation.

Graphique 1 : Taux d'occupation du patrimoine de la CRPN, du 4<sup>ème</sup> trimestre 2005 à 2011<sup>1</sup>

Source : Igas d'après données CRPN.

[37] On constate que le taux d'occupation des immeubles de bureaux est plus variable que celui des immeubles résidentiels, pour deux raisons notamment :

- la dispersion du risque de vacance est plus forte : du fait de surfaces en moyenne plus élevées, la vacance d'un élément du patrimoine a un impact beaucoup plus fort sur le taux d'occupation que celle d'un appartement ;
- la pratique des franchises a pour effet de dégrader fortement le taux de vacance lorsque des franchises importantes sont accordées.

[38] Si le taux d'occupation financier est présenté pour une période de 12 mois, il n'existe pas d'analyse du taux d'occupation (ou de vacances) en longue période. La mission a calculé, sur une période incluant le 4<sup>ème</sup> trimestre 2005 et les six années 2006-2011, ces taux, en tenant compte des franchises y compris à partir du moment où la caisse a décidé de les écarter de son calcul : il s'est établi à 97,55% pour le résidentiel et à 94,02% pour les bureaux.

[39] Enfin, cette information sur le taux d'occupation se fait trimestre après trimestre, sans que la durée de vacance totale d'un bien soit mentionnée. Ainsi, un élément du patrimoine peut demeurer vacante pendant une longue période sans que le conseil en ait une visibilité autrement qu'en remontant dans le temps. C'est ainsi qu'une surface de bureaux de 540 m<sup>2</sup> est demeurée vacante pendant trois ans avant que les services de la caisse ne proposent sa transformation en habitation (résidence Roland-Garros au Kremlin-Bicêtre).

<sup>1</sup> Début 2009, l'intégration des petites SCI dans le patrimoine de la caisse a conduit à une amélioration significative du taux d'occupation financier. Une courbe en pointillé montre l'évolution du taux d'occupation en neutralisant cet effet de périmètre.

### 2.2.3. Le suivi des programmes de vente à la découpe n'offre pas une information aisément disponible aux administrateurs

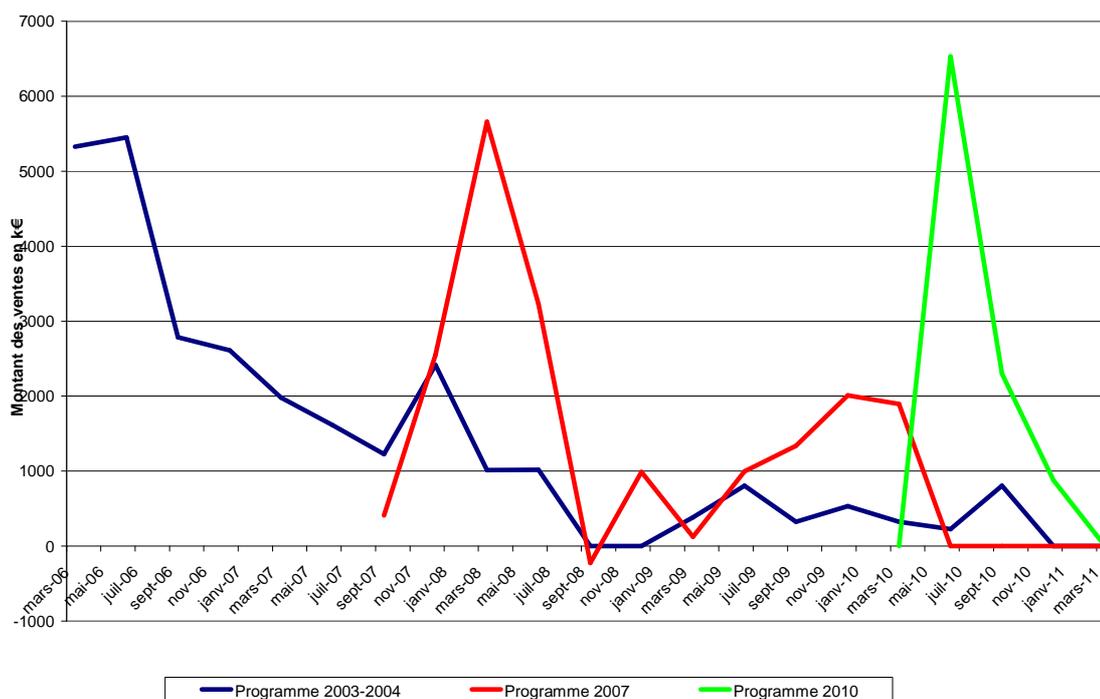
[40] Les tableaux de suivi des programmes ne présentent le montant et le volume des ventes qu'en cumul : il ne permet donc pas de disposer d'une information sur les ventes réalisées au cours du trimestre passé.

[41] De ce fait, ils n'ont pas permis de constater le coup d'arrêt subi par ces programmes en 2008-2009, mis en évidence par le graphique suivant, qui présente les volumes de ventes par trimestre des différents programmes, établis par différence entre les tableaux présentés chaque trimestre.

**Réponse de l'organisme :** *Le « coup d'arrêt » constaté dans le rythme des ventes en 2008 et 2009, correspond à une période durant laquelle nous disposions d'un stock de logements à vendre moindre. Sur un total de 477 lots, il n'en restait que 29 à vendre fin 2008, et 11 fin 2009.*

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

Graphique 2 : Montant trimestriel des ventes dans le cadre des programmes de vente à la découpe



Source : Igas.

[42] Il ne ressort pas des comptes-rendus du conseil d'administration que cette interruption très nette de la réalisation des programmes de vente à la découpe ait donné lieu à une information ou à une discussion au conseil d'administration. Aucune information n'a non plus été donnée sur les pertes représentées, par la caisse, par l'absence de loyers sur les biens mis en vente sans trouver d'acquéreur, pendant une période qui a été prolongée par cet épisode.

**Recommandation n°2 :** **Permettre aux administrateurs de disposer d'une information directe sur l'évolution de l'activité des programmes de vente à la découpe et leurs conséquences financières.**

### 3. LA POLITIQUE IMMOBILIERE APPARAÎT FORTEMENT DETERMINEE PAR L'ALLOCATION STRATEGIQUE ET LES OBJECTIFS DE RENDEMENT ; ELLE REORIENTE LE PATRIMOINE VERS L'IMMOBILIER DE BUREAU

#### 3.1. Une politique déterminée par l'allocation stratégique et un objectif de rendement

- [43] Le premier élément déterminant la politique immobilière est l'allocation stratégique, qui prévoit une part de l'immobilier à 20%.
- [44] Le lien entre la politique immobilière et la politique globale de placements se limite à la définition de cette allocation stratégique : la politique immobilière n'intègre pas les contraintes liées au passif (liquidité et sécurité), et les actifs immobiliers et financiers sont donc gérés de façon étanche, sans que les conditions d'articulation de l'une et l'autre classe soient définies :
- les conditions de financement des projets immobiliers (recours à l'emprunt bancaire, recours à la poche de trésorerie, financement par les cessions) ne sont pas définies. La caisse recourt généralement à l'autofinancement (par ponction sur la poche de trésorerie de la CRPNPAC ou de la SCI NHV), mais a pu recourir ponctuellement à l'emprunt bancaire ;
  - les mouvements entre les actifs immobiliers et les actifs financiers (réaffectation des produits de cession) et les arbitrages entre les projets d'investissement immobilier et les projets d'investissement financier sont principalement déterminés par la cible d'allocation stratégique de 20%.
- [45] L'allocation stratégique étant suivie en valeur de marché, dans un contexte de crise des valeurs financières, la part de l'allocation stratégique s'est durablement située au-delà de 20%.
- [46] Cela a conduit la caisse à limiter le développement de sa poche immobilière, et à considérer que les investissements immobiliers devaient être gagés par des cessions, ainsi que cela ressort de la lecture du PV du CA du 31 mars 2011, où le directeur indique que « *la part de l'immobilier dans les réserves actuelles de la caisse étant de 20%, il ne pourra y avoir d'investissements substantiels (opérations de valorisation des immeubles détenus ou achats d'immeubles) sans procéder à des cessions* ».
- [47] **Cette cible a donc conduit, lors de projets d'investissements immobiliers, à réaliser des arbitrages conduisant à vendre certains actifs – y compris à un prix défavorable comme en 2009.**
- [48] De ce fait, certaines opérations de cession lancées en 2008 ont été poursuivies malgré un contexte défavorable qui ne permettait pas de vente :
- l'immeuble de la rue Beaubourg donne lieu à une délibération en vue d'une vente au prix minimal de 23,4 millions en juin 2008, puis d'une nouvelle délibération pour abaisser le prix plancher à 20,5 millions en mars 2009. La vente aboutit à 20,705 M en juillet 2009 ;
  - l'immeuble rue Salomon de Rothschild à Suresnes, qui avait fait l'objet d'une délibération en vue d'une vente à 18,3 M en mars 2008, fait l'objet d'une nouvelle délibération à 16,5 M en septembre 2008. Les services de la caisse proposent d'abaisser le prix à 14,5 M en mars 2009, mais la commission décide alors de ne baisser le prix que si la cession de la rue Beaubourg n'aboutit pas. Il n'est finalement cédé que deux ans plus tard, à 16,747 M, le 1<sup>er</sup> octobre 2010.
- [49] Le choix de poursuivre ces opérations de vente malgré un contexte de marché très difficile est justifié par le respect de la cible de 20% et l'existence de projets d'investissement par ailleurs. On constate donc que, même si un éloignement temporaire est admis, l'allocation stratégique détermine des choix de cession dans un contexte de marché défavorable, sans que cette cible soit rediscutée.

- [50] Par ailleurs, on peut regretter que le taux de 20% de l'allocation stratégique ne soit jamais réexaminé, sur la base d'une comparaison précise entre les actifs immobiliers et mobiliers en termes de rendement, de sécurité et de liquidité.

**Recommandation n°3 :** Réexaminer la cible de 20% de l'allocation stratégique dans le cadre d'une comparaison entre actifs immobiliers et mobiliers sur le rendement, la sécurité et la liquidité.

### **3.2. Une stratégie immobilière régulièrement réexaminée de réorientation vers les immeubles de bureaux, régulièrement confirmée**

- [51] La caisse a adopté en 2003 un choix de réorientation de son patrimoine en faveur de l'immobilier de bureaux, en raison d'un rendement supposé plus élevé pour plusieurs raisons :
- des charges moindres pour les propriétaires, du fait de charges d'entretien plus faibles et de l'usage consistant à mettre la taxe foncière à la charge des locataires de bureaux ;
  - de l'absence des risques liés à la préemption par les collectivités.
- [52] Cette orientation a conduit la caisse à engager plusieurs programmes successifs de vente à la découpe :
- Un premier programme, engagé en 2003-2004 et presque achevé depuis 2010, a conduit à céder 129,34M€ ;
  - un second programme, engagé en 2007 et presque achevé à en 2010, à hauteur de 18,98 M€ ;
  - un dernier programme a été réalisé en 2010-2011 pour 11,83 M€.
- [53] La stratégie immobilière donne lieu à des réexamens périodiques.
- [54] En septembre 2008, dans un contexte marqué par le Grenelle de l'environnement, la commission décide d'établir un diagnostic du patrimoine, sur leur bilan carbone et en vue de déterminer un programme de travaux.
- [55] En septembre 2009, est établi un bilan de la réorientation stratégique du portefeuille immobilier de la caisse et une nouvelle orientation est proposée :
- Le bilan de la nouvelle stratégie sur la rentabilité globale du patrimoine est relativement décevant, avec un rendement (rapportant le résultat de la gestion immobilière à la valeur vénale du patrimoine) passant de seulement de 4,2 à 4,5% entre 2004 et 2008 ; l'atteinte d'un taux de 5,6% en 2010 est en partie due à la baisse des valeurs vénales.
  - Pour 2010-2012, les orientations stratégiques reposent sur la cession d'une partie du patrimoine vieillissant et peu performante sur le plan énergétique au profit d'immeubles performants, éventuellement HQE, et la recherche d'amélioration du rendement par l'investissement dans des types de bien jusque-là non détenus : centres commerciaux, murs de cliniques ou de maisons de retraite. Cette orientation HQE est confirmée en novembre 2009 par la commission, même après prise en compte de nouveaux éléments d'information apportés par la caisse (un rendement inférieur d'un point les immeubles HQE, des projets généralement supérieurs à la capacité d'investissement de la caisse). Une revue du patrimoine conduit les services à recommander la mise en vente de 9 immeubles ; un ensemble de 4 immeubles est proposé à la vente en bloc à la suite de ces orientations en juin 2010 ; d'autres options sont retenues pour d'autres immeubles identifiés dans cette revue (transformation pour l'immeuble Roland-Garros). En revanche, la recherche de diversification dans le secteur sanitaire et médico-social ne prospère pas, en raison de la longueur de portage de ces projets et de la nécessité de disposer d'une expertise particulière qu'ils supposent.

**Réponse de l'organisme :** *Nous ne retrouvons pas les rendements évoqués de 4,2 % et de 4,5 % pour la période 2004 à 2008.*

*Pour information, le rendement global annualisé et calculé selon les pratiques de la profession (IPD) est de : de 2009 à 2011 (3 ans) : 9,1%\**

*- rendement en capital : 2,7 %*

*- rendement locatif net : 6,2 %*

*De 2006 à 2011 (6 ans) : 9,9 % comparé au benchmark de 8,8 %.*

*Voir détail en Annexe 3.*

*\*le rendement global est calculé comme suit :  $(1,027 \times 1,062) - 1$*

*Il surperforme de 3,7 points celui obtenu par son benchmark.*

**Observation de la mission :** *La mission a indiqué la méthode utilisée : rapport entre le résultat de la gestion immobilière et la valeur vénale du patrimoine immobilier. Ce taux de rendement a, il est vrai, un comportement différent du taux de rendement interne (TRI), souvent utilisé pour les biens immobiliers. En particulier, le taux calculé par la mission décroît lorsque le bien s'apprécie alors que le TRI, au contraire, croît. Or, en l'absence d'expertises évaluant le patrimoine de la caisse, il est apparu plus conservateur de retenir la première approche plutôt que la seconde.*

[56] Une stratégie 2012-2017 a été adoptée entre septembre 2011 et février 2012. Elle vise à rajeunir le patrimoine (en lançant un programme de travaux de mise aux normes dans les immeubles conservés) en conservant la part de l'immobilier dans l'allocation stratégique et la répartition entre logements et bureaux. La définition de cette stratégie donne lieu à une revue qualitative systématique des immeubles de bureaux, et à une notation selon cinq critères : localisation, détention directe ou en SCI, fonctionnalité-agrément, « création de valeur », rapport entre les loyers et la valeur locative de marché. Cette stratégie débouche sur la proposition de vente d'immeubles à hauteur de 129,5M€, et un montant de travaux à réaliser de 133,29 M€ ; une tranche supplémentaire de cessions est identifiée dans le cas où elle serait rendue nécessaire pour respecter l'allocation stratégique.

[57] Le réexamen régulier de la stratégie est un élément positif de la politique immobilière. Il conduit à une revue régulière de l'ensemble du patrimoine, et permet une prévision des mouvements du portefeuille, au-delà des mouvements ponctuels d'opportunité.

[58] Toutefois, on constate que la caisse n'a tiré aucune conclusion, en termes de stratégie, du benchmark réalisé depuis 2007 entre son portefeuille immobilier et celui de l'échantillon d'investisseurs institutionnels IPD. Ces analyses n'ont donné lieu à aucune discussion en conseil, alors qu'elles montrent pourtant le caractère relativement atypique de la caisse par rapport au benchmark, avec une surexposition des immeubles de bureaux du croissant ouest-la défense (qui représentent 44,7% du portefeuille contre 18% dans le benchmark) et en revanche une quasi-absence du quartier central des affaires de Paris. L'absence d'interrogation sur la surexposition aux bureaux du croissant Ouest-La Défense est d'autant plus problématique que la moitié de la surperformance du portefeuille de la caisse par rapport à celui du benchmark vient de cette surexposition – ce qui veut dire, *a contrario*, qu'un changement de conjoncture sur ce segment pourrait très fortement affecter la stratégie de la caisse. De manière générale, la politique immobilière de la caisse ne prend pas en compte un objectif de dispersion des risques, la caisse ayant fait au contraire le choix d'une concentration sur un type d'immeubles et un secteur géographique qu'elle connaît. Cette absence de logique de dispersion des risques de la politique immobilière contraste très fortement avec la politique financière, qui s'est au contraire caractérisée par des prises de risques sur des produits structurés complexes justifiées par une logique de diversification.

**Recommandation n°4 :** **Soumettre à la discussion du conseil d'administration une réflexion sur la répartition géographique et sectorielle du patrimoine immobilier de la caisse et sur la dispersion des risques de marché.**



## Annexe 4. Études réalisées en vue de la fixation l'allocation stratégique

[59] Au cours de la période sous revue, trois études ont été réalisées :

- la première, réalisée par le cabinet FIXAGE en 2005, s'est traduite par la livraison d'un transparent de 9 diapositives;
- la deuxième, réalisée par le cabinet PIERRE LAVERSANNE SA en 2008, livre 10 diapositives;
- la troisième, réalisée en 2010 par le cabinet ALTIA, se traduit dans un rapport de 21 pages.

### 1. LA PRISE EN COMPTE DU PASSIF N'EST PAS SATISFAISANTE

#### 1.1. Une notion presque absente en 2005

[60] L'étude du cabinet FIXAGE présentée au conseil d'administration 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 » ». L'absence d'hypothèses de passif pose particulièrement problème, la caisse ne se considérant de la sorte que comme un fonds d'investissement sans considération pour le passif que la caisse aura à servir.

[61] Une autre étude avait été réalisée sur un modèle dit « avec engagements » (modèle de Leibowitz, voir encadré). Pour autant, ce modèle ne constitue pas une véritable approche du passif. Elle n'a pas été présentée au conseil d'administration. La direction de la CRPN justifie ce choix par l'objectif de ce travail, 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.

#### 1.2. Une prise en compte sommaire en 2008

[62] L'étude du cabinet PIERRE LAVERSANNE SA 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 annuelle des effectifs de 0,5%), ainsi qu'une comparaison des flux du passif (déficits techniques) et de l'actif (coupons, échéances, loyers, dividendes). Elle conclut que, à horizon d'au moins 30 ans, la CRPN « n'a aucun problème de liquidité ».

[63] Cette étude se rapproche d'une gestion actif-passif sous cinq réserves :

- les hypothèses de projection du passif ne sont pas précisées : évolution des paramètres du régime (prise en compte notamment de l'impact du facteur N), hypothèses démographiques et économiques, périmètre des fonds projetés (prise en compte du fonds spécial et du fonds d'assurance). Il s'agit en réalité des hypothèses classiques du modèle MODECO utilisé pour les projections de passif du régime ; on peut considérer toutefois qu'une information complète des administrateurs aurait supposé une présentation, même sommaire, de leurs caractéristiques ;
- les hypothèses de projection de l'actif ne sont pas plus précisées ;
- 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 » n'est pas mentionnée ;
- ces projections ne se font qu'à horizon de trente ans, alors que le règlement financier fixait un horizon d' « une quarantaine d'années ».

[64] Malgré la demande formulée par la mission, la caisse n'a pas été en mesure de lui communiquer les documents relatifs à l'expertise du cabinet qui devraient, d'après le code de déontologie de l'institut des actuaires<sup>2</sup>, être en sa possession.

### 1.3. L'approche retenue en 2010

[65] Le document du cabinet ALTIA présente des projections du passif et de l'actif, permettant d'étudier l'évolution du facteur N, le risque d'insuffisance des réserves et le risque que les réserves atteignent deux ans de prestations.

[66] Il précise les bases de calculs :

- le périmètre : le seul fonds retraite ou les trois fonds consolidés pour l'évolution du facteur N ; en revanche, les simulations sur le risque d'insuffisance des réserves et le risque que les réserves atteignent deux ans de prestations ne précisent pas le périmètre ;
- les hypothèses techniques (correspondant à l'ancien règlement du régime), avec :
  - des valeurs fixes pour les âges de départ, l'évolution des effectifs, des salaires et le taux d'appel en 2010-2011 ;
  - à partir de 2012, une hypothèse de salaires réels constants et de stabilité de l'emploi dans les secteurs des essais et réception et du travail aérien, et deux hypothèses sur l'emploi des PNC/PNT (une hypothèse A1 et une hypothèse dégradée B1) ;
  - sur les paramètres techniques, l'influence du facteur N sur le taux d'appel et sur la fermeture ou l'ouverture de droits n'est pas prise en compte : « *les hypothèses de flux techniques ont été construits [sic] sur la base d'un scénario actif fixe, cela est prudentiel car le pilotage du facteur N conduirait en fait à des déficits techniques probablement moindres dans les cas de scénarios financiers défavorables* ». En particulier, les hypothèses mentionnent l'amortissement d'une partie des PVL sur 20 ans (lissage global des PVL sur 20 ans) : ce lissage correspond à la réalisation de la moitié des plus-values latentes immobilières sur une période de 20 ans. La prise en compte de la moitié (plutôt que de la totalité) des plus-values latentes se veut prudentielle. Il convient toutefois d'observer d'une part que le marché immobilier parisien a connu des mouvements baissiers de l'ordre du tiers entre le premier trimestre 1991 et le premier trimestre 1998, et d'autre part que l'érosion monétaire peut également toucher ce type d'actifs.

---

<sup>2</sup> Article 3.4 : « *L'actuaire, lorsqu'il communique les résultats définitifs de ses études doit, indiquer clairement qu'il en est l'auteur, mentionner explicitement le nom du client ou de l'employeur pour le compte de qui il a travaillé, et il doit préciser à quel titre et dans quel contexte il a réalisé ces études.*

*Il doit en outre préciser les données, les hypothèses et les méthodes utilisées ; il doit formuler les remarques nécessaires pour faire comprendre la portée réelle des résultats et mettre en garde contre les fausses interprétations ou des mauvaises utilisations de ceux-ci ».*

Article 3.5 : « *L'actuaire doit rester prêt à fournir les explications et les informations supplémentaires que peut souhaiter l'employeur ou le client sur les études réalisées* ».

## 2. LES RECOMMANDATIONS D'ALLOCATION STRATEGIQUE

### 2.1. L'étude de 2005

- [67] L'allocation est évaluée à partir d'hypothèses de rendement réel annuel sur longue période et de risque (représenté par la volatilité) pour différentes classes d'actifs, à partir d'hypothèses « généralement considérées comme prudemment adaptées aux conditions actuelles de marché dans une perspective de long terme par les professionnels de gestion de portefeuille ».
- [68] La source de ces hypothèses n'est pas davantage précisée, et l'étude ne teste pas d'hypothèse alternative.
- [69] À partir de ces hypothèses, les différentes classes d'actifs, l'allocation stratégique et l'allocation effective sont situées, sur un graphique risque/rendement, par rapport à la frontière efficiente, selon un modèle de Markowitz. On note de ce point de vue une erreur de commentaire sur le support, qui présente le portefeuille effectif à fin octobre 2005 comme « plus rentable et un peu moins risqué » que le portefeuille optimal, ce qui n'est pas possible et ne correspond pas au graphique.
- [70] Une limite forte de cette présentation est qu'elle présente le rendement et le risque à long terme, et, de ce fait, n'envisage pas de scénario alternatif (hausse de l'inflation, krach financier). Des variantes d'inflation (« désinflation », « reprise de l'inflation ») sont mentionnées de façon allusive, mais sans précision sur leur contenu et sur leur modélisation.
- [71] La présentation mentionne que la probabilité de réaliser moins que l'objectif de 3%+inflation est d'environ un sur deux, sans documenter cette assertion ni surtout réaliser de test de sensibilité : on sait pourtant qu'une variation sur les rendements ou les volatilités espérés (et constatés) des différentes classes d'actifs peut avoir un impact fort sur ce type de résultat.
- [72] L'étude propose ensuite une allocation pour 2006, se traduisant :
- par une réduction de la poche obligataire, de 47% à 35% dont 5% indexés sur l'inflation ;
  - par un renforcement de la poche monétaire de 3 à 7% ;
  - par l'introduction d'une poche « instrument absolu » à hauteur de 8%, assortie d'un indicateur de référence égal à  $\frac{1}{2} \text{TEC10} + \text{inflation} + 3\%$ .
- [73] Cette allocation est située sur un graphique identique au graphique précédent dans un scénario « inflation modérée » et dans un scénario « reprise de l'inflation ».
- [74] L'étude ne présente pas d'allocation alternative.

### 2.2. L'étude de 2008

- [75] Les hypothèses de projection du flux de l'actif ne sont pas précisées dans le document.
- [76] L'étude critique fortement la poche « rendement absolu » :
- elle conteste la « *décorrélation totale avec les autres classes d'actifs* » alléguée ;
  - elle critique l'indice de référence retenu par la CRPN : « *il n'existe pas, c'est un objectif espéré sur le long terme. Il n'y a pas d'indice dans le patchwork du « rendement absolu »* ».
- [77] Pour autant, le document ne recommande pas de réduire cette classe d'actifs, en considérant que, à horizon 2040, les réserves tomberaient à 28% de leur niveau d'alors et que cette poche de 7% représenterait alors un quart des réserves.
- [78] On peut s'interroger sur les hypothèses qui sous-tendent le raisonnement : stabilité complète de la poche « rendement absolu » au cours de cette période, caractère raisonnable d'une allocation 2040 intégrant un quart de ces actifs.

- [79] Le document en conclut par ailleurs que leur usage « *est au-delà de 40 ans* », ce qui n'est pas cohérent avec le reste du document, qui renvoie plutôt à un horizon de 30 ans.
- [80] L'étude relève aussi que « *les obligations au travers d'OPCVM et les actions Asie-émergents font nettement moins bien que les indices de référence* », et préconise de limiter ces actifs.
- [81] L'étude recommande une allocation qui se rapprocherait de la situation de 2003 :
- en augmentant la part des obligations, de 35% en 2008 à 44%. Plus encore, il est préconisé d'accroître la duration en réduisant la part des 5-7 ans de 29 à 21% et en accroissant la part des 10-15 ans de 6 à 23% ;
  - en réduisant la part des actions de 33 à 25%, notamment en réduisant la part « hors Europe » de 13 à 8%.
- [82] Cette reconfiguration de l'allocation stratégique doit se faire, selon l'étude, progressivement.
- [83] On note que 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 que cet échéancier soit précisé.
- [84] L'étude ne présente pas d'allocation alternative et ne teste pas l'impact de scénarios dégradés sur le rendement des actifs (inflation, krach).

### **2.3. L'étude de 2010**

- [85] Les hypothèses sur les flux d'actifs sont davantage précisées et diversifiées : à côté d'un scénario central (où le rendement du portefeuille croît jusqu'en 2020 pour atteindre 2,64% par an en régime permanent), sont présentés un scénario de krach financier en 2011, touchant toutes les classes d'actifs (à des degrés divers selon leur volatilité) suivi d'un rattrapage (le régime permanent de rendement à partir de 2020 est de 2,75%) et un scénario d'inflation dégradant les rendements réels pendant 10 ans (le rendement réel revient au régime permanent du scénario central en 2021). Cette prise en compte des risques demeure toutefois limitée, puisqu'on suppose que les actifs conservent en permanence leur rendement pendant 30 ans entre 2020 et 2050.
- [86] Ces différentes variantes sont croisées avec la projection du passif pour déterminer l'évolution du facteur N.
- [87] À partir de ces variantes sur le passif et l'actif, et de différentes hypothèses de corrélation (corrélations historiques, corrélations nulles, matrice de corrélations dite « conservatrice » issue du pilier I de solvabilité II), la probabilité d'insuffisance des réserves et la probabilité que le niveau des réserves atteigne deux années de prestations est évaluée pour trois allocations : l'allocation actuelle, une allocation où la part des obligations est réduite de 10 points et celle des actions accrue d'autant (dite « Actions + »), et une allocation résultant des mouvements opposés (« Actions - »).
- [88] Dans le cadre de chacune de ces allocations, les actifs financiers sont supposés suivre une loi log-normale<sup>3</sup> (modèles classique de Black et Scholes) de rendement et volatilité dépendant de la classe d'actifs :

---

<sup>3</sup> Les log-rendements suivent une loi normale.

Tableau 11 : Rendements et volatilités espérés par classe d'actifs

Classe d'actifs	Rendement	Volatilité
Monétaire	De -0,5% à 1,20%	0,7%
Obligataire	Monétaire+1%	4,5%
Actions	Monétaire+2%	17%
Immobilier	Monétaire+2%	17%
Rendement absolu	Monétaire+0,7%	4,5%

Source : Données CRPN (étude du cabinet ALTIA)

- [89] Les rendements sont ici des rendements réels (c'est-à-dire au-dessus de l'inflation), de sorte que l'hypothèse d'un choc inflationniste se traduisant par un rendement réel négatif sur longue période (et donc une dépréciation des réserves par rapport aux cotisations et prestations) n'est pas testée.
- [90] La volatilité retenue est calibrée « sur des données de long terme pour les actions et les obligations » sans précision sur les sources. La volatilité du portefeuille d'actions de la caisse apparaît pourtant à des niveaux sensiblement supérieurs à 17% : s'agissant du portefeuille géré en direct, les volatilités à 1, 3 et 5 ans s'établissent au 15 mars 2012 respectivement à 26,1%, 22,6% et 26,8% d'après un document fourni par la caisse. S'agissant des OPCVM détenus, cette volatilité s'établissait de la manière suivante :

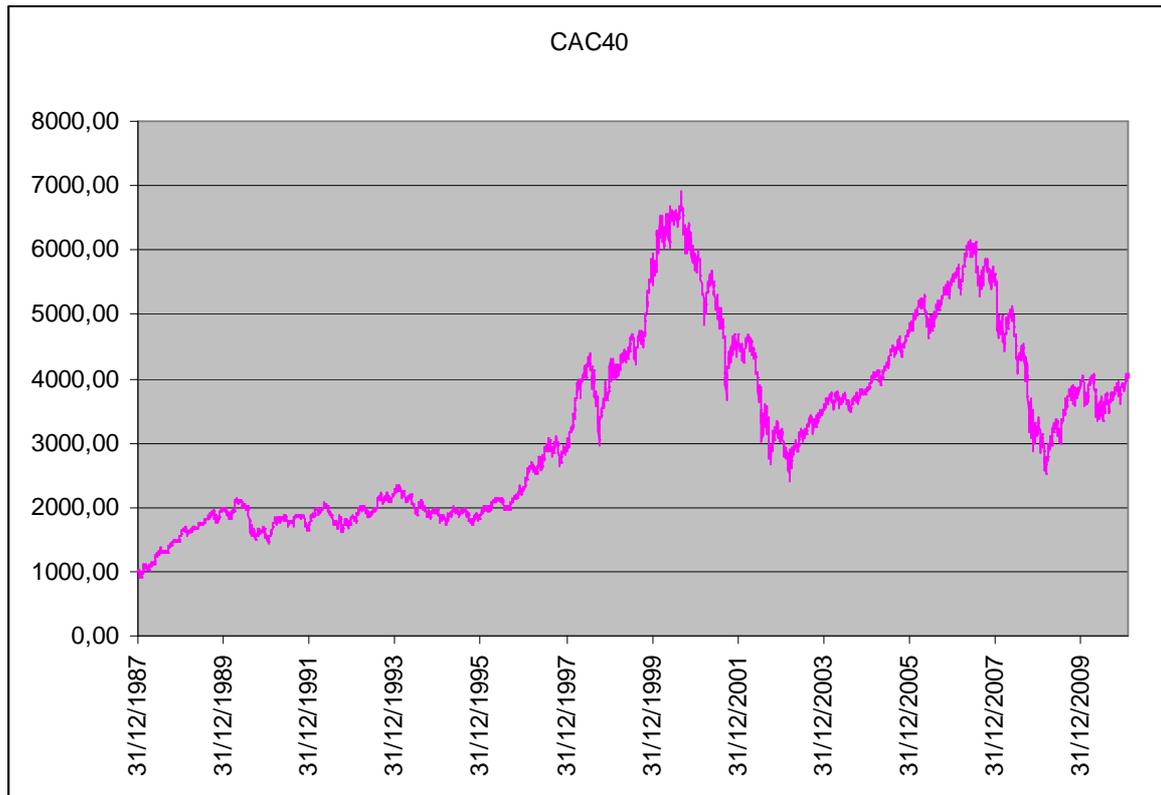
Tableau 12 : Exemples de volatilité de fonds détenus par la caisse

Fonds	Nature	Date	Horizon de volatilité	Volatilité
BBM AC	Ouvert	30/12/2011	1 an	24,5%
BELUGA	Dédié	30/12/2011	2 ans	20,73 %
COLIBRI	Dédié	NC	NC	NC
ICARE	Dédié	12/2011	1 an	23,54%
L SELECT – US SELECT GROWTH	Ouvert	NC	NC	NC
MOUSQUETAIRE	Dédié	30/12/2011	1 an / 3 ans	22,6% / 20,8%
PETERCAM EQUITIES EUROPE	Ouvert	31/12/2011	Non précisé	17,3%
ROBECO US PREMIUM EQUITIES	Ouvert	31/12/2011	3 ans / 5 ans	19,63% / 18,64%
SATURNE ACTIONS AMÉRICAINES	Dédié	NC	NC	NC

Source : Données CRPN.

- [91] Dans l'ensemble, l'hypothèse de volatilité de 17% apparaît peu prudente en regard des performances effectives de la caisse.
- [92] Au demeurant, 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 connu au moins deux épisodes de baisse très significative en 25 ans comme le montre le graphique suivant :

Graphique 3 : Évolution de la valeur nominale du CAC 40 (31/12/1987 – 04/02/2011)



Source : Mission IGAS

[93] L'impact de ces différentes allocations sur le risque d'insuffisance des réserves et le risque que les réserves atteignent deux ans de prestations est testé :

- dans l'hypothèse centrale en termes d'emplois et avec des corrélations historiques, le risque présenté par une exposition accrue aux actions est manifeste :
  - la probabilité d'insuffisance des actifs en 2050 est de 1,6% à horizon 2050 dans l'allocation « Actions + », 0,6% avec l'allocation actuelle et 0,2% avec l'allocation « Actions - » ;
  - La probabilité que la valeur des actifs tombe à deux ans de prestations est supérieure à 20% dans le premier cas mais inférieure à 15% dans le dernier ;
  - avec une hypothèse d'indépendance des risques (corrélation nulle), le risque est plus faible mais la hiérarchie, en termes de risques, entre ces trois allocations est aussi marquée ;
  - les risques sont plus élevés avec l'hypothèse de corrélation dite conservatrice, et la hiérarchie entre les trois allocations est encore plus marquée ;
- dans l'hypothèse de passif dégradée et avec des corrélations historiques, le risque d'insuffisance des réserves est élevé (de l'ordre de 40%) en 2050 quelle que soit l'allocation. Le risque est toutefois d'autant plus élevé que l'allocation comporte une part importante d'actions. Les conclusions sont plus ambiguës s'agissant de la probabilité que les actifs atteignent le seuil de 2 ans.

- [94] L'étude en conclut la préconisation de maintenir l'allocation existante. Une telle conclusion n'allait pas de soi au vu des risques d'insuffisance : il appartient au conseil d'administration de décider s'il convient de limiter le risque d'insuffisance (avec corrélativement un montant de réserves probablement moindres à l'horizon 2050) ou celui de détenir un montant plus faible de réserves (avec un risque plus élevé de ne pas pouvoir servir les pensions avant 2050).
- [95] L'étude souligne par ailleurs 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, **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.**
- [96] L'étude mentionne par ailleurs un risque de crédit limité, considérant que moins de 2,5% du portefeuille est noté à moins de BBB et que le cash-flows exposé au risque de crédit est limité à 5 ans.
- [97] L'étude recommande également, s'agissant de la politique d'investissement et du pilotage des risques, l'adoption de principes et limites écrites qui pourraient être adaptées annuellement.

#### **Encadré : étude avec modèle de Leibowitz**

Ce modèle comprend deux actifs risqués (actions et obligations) et consiste en optimiser simultanément deux contraintes :

- Une contrainte dite de passif : la probabilité que le rendement du surplus soit inférieur à une valeur donnée soit être inférieure à un certain seuil. Ces deux paramètres sont arbitrairement déterminés. Dans la simulation fournie par le cabinet d'actuares, le rendement minimal seuil est de -5% et la probabilité qu'un tel événement se produise est de 20%. Dit autrement, la caisse accepte que dans un cas sur cinq, le surplus diminue de plus de 5% d'une année sur l'autre.
- Une contrainte dite d'actif : la probabilité que la rentabilité du portefeuille d'actifs soit inférieure à une valeur donnée doit être inférieure à un certain seuil. Ces deux paramètres sont arbitrairement déterminés. Dans la simulation fournie par le cabinet d'actuares, le rendement minimal seuil est d'inflation - 5% et la probabilité qu'un tel événement se produise est fixée à 10%, ce qui constitue une exposition au risque particulièrement élevée : à titre de comparaison, la directive Solvabilité II prévoit une probabilité de ruine à horizon un an de 0,5%.

Ces deux hypothèses sont faites à horizon donné (dans l'étude du cabinet d'actuares, 40 ans).

Les résultats de la simulation (allocation à 77% en actions, duration des obligations de 7 ans) sont en ligne avec la faible aversion au risque de la caisse telle qu'exprimée dans les hypothèses.

Le modèle repose sur des hypothèses très fortes :

- La volatilité des obligations est proportionnelle à leur duration.
- Les obligations de même maturité fournissent toutes le même rendement.
- Les rentabilités sont normalement distribuées.

Il est intéressant de constater que ces hypothèses de simulation de l'actif sont précisément celles qui sont rejetées par la caisse dans sa pratique de gestion active des placements, en recherchant des marges de crédit ou en suivant des stratégies « growth » ou « value ».

Surtout, ce modèle ne tient pas compte des paiements intermédiaires (problèmes de liquidité) et se contente de résultats à horizon 40 ans.



## Annexe 5. Comparaison entre documents préparés par les services et rapport de la commission financière (2010 – 2011)

<b>Séance du 24 mars 2010</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire</b> : En l'absence de perspectives proches d'augmentation des rendements monétaires, la poche monétaire devra être maintenue autour de 3% en fin de mois (ce qui entraîne un niveau proche du plancher de 2% en cours de mois après paiements des pensions).</p>	<p><b>Monétaire</b> : En l'absence de perspectives proches d'augmentation des rendements monétaires, la poche monétaire devra être maintenue autour de 3% en fin de mois (ce qui entraîne un niveau proche du plancher de 2% en cours de mois après paiements des pensions).</p>
<p><b>Obligataire</b> : L'allocation sur la poche obligataire est au niveau de l'allocation stratégique, mais sa composition reste largement différente de son indice de référence, puisque sa duration est inférieure et qu'elle est constituée pour moitié d'obligations crédit et convertibles.</p>	<p><b>Obligataire</b> : L'allocation sur la poche obligataire est au niveau de l'allocation stratégique, mais sa composition reste largement différente de son indice de référence, puisque sa duration est inférieure et qu'elle est constituée pour moitié d'obligations crédit et convertibles</p>
<p><b>Obligations à taux fixe</b> : Les taux gouvernementaux français et allemands ont peu varié sur la partie longue de la courbe depuis fin octobre, tandis qu'ils ont encore baissé sur la partie courte.</p> <p>La duration du portefeuille avait été allégée dans le courant de l'année pour réaliser des prises de profit sur les échéances longues dont les taux paraissaient déjà très bas. Cette position de sous-duration sera maintenue autour de son niveau actuel si les taux n'évoluent pas, ce qui conduira à effectuer tous les mois quelques renforcements (la duration du portefeuille diminue mécaniquement chaque jour, alors que celle de l'indice est maintenue autour d'un niveau stable).</p> <p>En cas de hausse sur les taux longs d'environ 0,2%, un léger renforcement complémentaire pourra être effectué.</p> <p>La diversification géographique du portefeuille d'obligations gouvernementales (titres allemands, italiens, espagnols et grecs) paraît à ce stade suffisante.</p>	<p><b>Obligations à taux fixe</b> : Les taux gouvernementaux français et allemands ont peu varié sur la partie longue de la courbe depuis fin octobre, tandis qu'ils ont encore baissé sur la partie courte.</p> <p>La position de sous-duration du portefeuille sera maintenue autour de son niveau actuel si les taux n'évoluent pas, ce qui conduira à effectuer tous les mois quelques renforcements (la duration du portefeuille diminue mécaniquement chaque jour, alors que celle de l'indice est maintenue autour d'un niveau stable).</p> <p>En cas de hausse sur les taux longs d'environ 0,2%, un léger renforcement complémentaire pourra être effectué.</p> <p>La diversification géographique du portefeuille d'obligations gouvernementales (titres allemands, italiens, espagnols et grecs) paraît à ce stade suffisante.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation</b> :</p> <p>Les obligations indexées sur l'inflation ont baissé ces dernières semaines. Si ce mouvement perdure, cela pourrait permettre d'effectuer</p>	<p><b>Obligations indexées sur l'inflation</b> :</p> <p>Les obligations indexées sur l'inflation ont baissé ces dernières semaines. Si ce mouvement perdure, cela pourrait permettre d'effectuer quelques renforcements : le niveau</p>

<p>quelques renforcements : le niveau d'intervention retenu est celui d'un point mort d'inflation proche de 1,80% sur les obligations à 10 ans.</p> <p>Si on ne descend pas sur ces niveaux, la sous-pondération actuelle sera maintenue.</p>	<p>d'intervention retenu est celui d'un point mort d'inflation proche de 1,80% sur les obligations à 10 ans.</p> <p>Si on ne descend pas sur ces niveaux, la sous-pondération actuelle sera maintenue.</p>
<p><b>Obligations crédit</b> : Si les tensions intervenues sur la dette grecque ont légèrement affecté les obligations privées, la tendance globale demeure correcte sur cette classe d'actifs dont le rendement est appréciable. Cependant, l'allocation ne devrait plus augmenter dorénavant, l'encours d'obligations crédit atteignant maintenant la moitié du portefeuille obligataire.</p> <p>En revanche, des arbitrages au sein de la poche continueront d'être effectués sur opportunités.</p>	<p><b>Obligations crédit</b> : Si les tensions intervenues sur la dette grecque ont légèrement affecté les obligations privées, la tendance globale demeure correcte sur cette classe d'actifs dont le rendement est appréciable. Cependant, l'allocation ne devrait plus augmenter dorénavant, l'encours d'obligations crédit atteignant maintenant la moitié du portefeuille obligataire.</p> <p>En revanche, des arbitrages au sein de la poche continueront d'être effectués sur opportunités</p>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles</b> : Les deux fonds d'obligations convertibles ont relativement bien amorti la baisse des marchés actions en début d'année, car ils sont gérés de façon plutôt défensive (sensibilité actions modérée, grande diversification du portefeuille). L'allocation sera donc maintenue.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles</b> Les deux fonds d'obligations convertibles ont relativement bien amorti la baisse des marchés actions en début d'année, car ils sont gérés de façon plutôt défensive (sensibilité actions modérée, grande diversification du portefeuille). L'allocation sera donc maintenue.</p>
<p><b>Actions</b> : La correction des marchés a été mise à profit pour renforcer les positions sur les actions européennes, asiatiques et émergents, et l'allocation est donc surpondérée de 2,2% par rapport à l'allocation stratégique à fin février 2010.</p> <p>Cette position globale sera maintenue. En effet, après la correction récente, les marchés ont repris une orientation positive : le redressement des économies se poursuit, à un rythme certes disparate, et les publications des entreprises pour 2009 ont montré leur résistance à la crise, ce qui permet d'attendre une sensible amélioration des profits en 2010.</p>	<p><b>Actions</b> : La correction des marchés a été mise à profit pour renforcer les positions sur les actions européennes, asiatiques et émergents, et l'allocation est donc surpondérée de 2,2% par rapport à l'allocation stratégique à fin février 2010.</p> <p>Cette position globale sera maintenue. En effet, après la correction récente, les marchés ont repris une orientation positive : le redressement des économies se poursuit, à un rythme certes disparate, et les publications des entreprises pour 2009 ont montré leur résistance à la crise, ce qui permet d'attendre une sensible amélioration des profits en 2010.</p>
<p><b>Actions européennes</b> : Après les renforcements opérés, l'allocation en actions européennes est encore très légèrement inférieure à l'allocation stratégique (-0,3%). Elle pourra donc être encore renforcée légèrement, peut-être par allègement des actions américaines.</p>	<p><b>Actions européennes</b> : Après les renforcements opérés, l'allocation en actions européennes est encore très légèrement inférieure à l'allocation stratégique (-0,3%). Elle pourra donc être encore renforcée légèrement, peut-être par allègement des actions américaines.</p>
<p><b>Actions américaines</b> : L'allocation en actions américaines est maintenant supérieure de 0,8% au niveau de l'allocation stratégique, car elle a bénéficié de l'appréciation du dollar. Un léger allègement pourrait donc être effectué au profit de la poche d'actions européennes en cas de poursuite de l'appréciation du dollar.</p>	<p><b>Actions américaines</b> : L'allocation en actions américaines est maintenant supérieure de 0,8% au niveau de l'allocation stratégique, car elle a bénéficié de l'appréciation du dollar. Un léger allègement pourrait donc être effectué au profit de la poche d'actions européennes.</p>
<p><b>Actions reste du monde</b> : La surpondération de cette poche a été augmentée par les renforcements récents et elle est maintenant</p>	<p><b>Actions reste du monde</b> : La surpondération de cette poche a été augmentée par les renforcements récents et elle est maintenant</p>

supérieure de 1,7% à l'allocation stratégique. Cette exposition sera conservée, en raison des perspectives favorables de nombreux pays asiatiques et émergents en matière de croissance.	supérieure de 1,7% à l'allocation stratégique. Cette exposition sera conservée, en raison des perspectives favorables de nombreux pays asiatiques et émergents en matière de croissance.
<b>Gestion alternative :</b> Le mouvement de concentration de notre portefeuille est pour l'instant terminé, hormis le remboursement progressif de nos actifs cantonnés (« side-pocket » et fonds en liquidation). Notre approche est donc de nous concentrer sur les actifs existants, tout en réfléchissant à l'évolution à moyen terme de l'allocation en terme d'encours et de positionnement (fonds éligibles, plateformes de comptes gérés).	<b>Gestion alternative :</b> Le mouvement de concentration de notre portefeuille est pour l'instant terminé, hormis le remboursement progressif de nos actifs cantonnés. Notre approche est donc de nous concentrer sur les actifs existants, tout en réfléchissant à l'évolution à moyen terme de l'allocation en terme d'encours et de positionnement (fonds éligibles, plateformes de comptes gérés).
<b>Matières premières :</b> A fin février 2010, la position de la CRPN atteignait 9 M€ sur les matières premières, après une progression de 70% sur 2009 de son fonds investi dans ce secteur. Cette allocation est donc encore faible sur cette poche, et elle pourrait être renforcée sur repli.	<b>Matières premières :</b> A fin février 2010, la position de la CRPN atteignait 9 M€ sur les matières premières, après une progression de 70% sur 2009 de son fonds investi dans ce secteur. Cette allocation est donc encore faible sur cette poche, et elle pourrait être renforcée sur repli.
<b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Notre processus de sélection de nouveaux gérants mené en fin d'année a abouti à la sélection de deux FCPR de capital investissement et d'un FCPR d'infrastructures. Cela a donné lieu à 8M€ de premiers investissements (auxquels se sont rajoutés 0,5 M€ d'appels de fonds sur les FCPR déjà en portefeuille depuis début novembre). Une nouvelle sélection de FCPR sera opérée dans la deuxième partie de l'année.	<b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Notre processus de sélection de nouveaux gérants mené en fin d'année a abouti à la sélection de deux FCPR de capital investissement et d'un FCPR d'infrastructures. Cela a donné lieu à 8M€ de premiers investissements (auxquels se sont rajoutés 0,5 M€ d'appels de fonds sur les FCPR déjà en portefeuille depuis début novembre). Une nouvelle sélection de FCPR sera opérée dans la deuxième partie de l'année.

<b>Séance du 7 juin 2010</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire :</b> En raison des perspectives durables de faiblesse des rendements monétaires, la poche monétaire devra être maintenue autour de 3% en fin de mois (ce qui entraîne un niveau proche du niveau plancher de 2% en cours de mois après paiements des pensions).</p>	<p><b>Monétaire :</b> En raison des perspectives durables de faiblesse des rendements monétaires, la poche monétaire devra être maintenue autour de 3% en fin de mois (ce qui entraîne un niveau proche du niveau plancher de 2% en cours de mois après paiements des pensions).</p>
<p><b>Obligataire :</b> L'allocation sur la poche obligataire est légèrement inférieure au niveau de l'allocation stratégique, et sa composition reste largement différente de son indice de référence, puisqu'elle est souspondérée en duration et constituée pour moitié d'obligations crédit.</p>	
<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b>            La crise des dettes souveraines des pays « périphériques » de la zone euro a entraîné un fort mouvement de report des investisseurs vers les obligations allemandes, françaises et néerlandaises. Toute la courbe des taux française a donc fortement baissé depuis le début du mois d'avril, et il semble peu probable que ce mouvement se corrige rapidement en raison de perspectives économiques dégradées en zone euro.            Après l'augmentation de duration effectuée dans ce contexte début mai par des achats d'OAT à long terme, le portefeuille reste encore sous-pondéré d'environ 0,40 en duration. Il est donc préférable de ne pas revendre ces positions dans l'immédiat malgré leur nette appréciation, afin de ne pas s'écarter davantage de la duration de l'indice de référence.            En matière de diversification géographique des obligations gouvernementales, il est souhaitable de conserver une exposition très largement concentrée sur les pays considérés comme les plus sûrs (Allemagne, France, Pays Bas).</p>	<p><b>Obligations à taux fixe :</b>            La crise des dettes souveraines des pays « périphériques » de la zone euro a entraîné un fort mouvement de report des investisseurs vers les obligations allemandes, françaises et néerlandaises. Toute la courbe des taux française a donc fortement baissé depuis le début du mois d'avril, et il semble peu probable que ce mouvement se corrige rapidement en raison de perspectives économiques dégradées en zone euro.            Après l'augmentation de duration effectuée dans ce contexte début mai par des achats d'OAT à long terme, le portefeuille reste encore sous-pondéré d'environ 0,40 en duration. Il est donc préférable de ne pas revendre ces positions dans l'immédiat malgré leur nette appréciation, afin de ne pas s'écarter davantage de la duration de l'indice de référence.            En matière de diversification géographique des obligations gouvernementales, il est souhaitable de conserver une exposition très largement concentrée sur les pays considérés comme les plus sûrs (Allemagne, France, Pays Bas).</p>
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b>            Après une remontée des anticipations d'inflation en avril, les marchés semblent de nouveau revenir sur des prévisions d'inflation limitée en zone Euro, ce qui pourrait faire apparaître une opportunité de renforcement ou d'arbitrage contre des obligations à taux fixe (en cas de point mort d'inflation inférieur à 1,80% sur les obligations à 10 ans).            Dans le cas inverse, la sous-pondération actuelle sera maintenue.</p>	<p><b>Obligations indexées sur l'inflation :</b>            Après une remontée des anticipations d'inflation en avril, les marchés semblent de nouveau revenir sur des prévisions d'inflation limitée en zone Euro, ce qui pourrait faire apparaître une opportunité de renforcement ou d'arbitrage contre des obligations à taux fixe (en cas de point mort d'inflation inférieur à 1,80% sur les obligations à 10 ans).            Dans le cas inverse, la sous-pondération actuelle sera maintenue.</p>

<p><b>Obligations crédit :</b> Des arbitrages au sein de la poche continueront d'être effectués sur opportunités, mais l'allocation ne sera pas augmentée; rappelons que l'encours d'obligations crédit représente maintenant la totalité du portefeuille obligataire inférieur à 6 ans et la moitié du portefeuille obligataire total.</p>	<p><b>Obligations crédit :</b> Les obligations crédit constituent actuellement la totalité du portefeuille obligataire inférieur à 6 ans et la moitié du portefeuille obligataire total. Des arbitrages au sein de la poche continueront d'être effectués sur opportunités, mais l'allocation ne sera plus augmentée.</p>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Les deux fonds d'obligations convertibles continuent d'amortir la baisse des marchés actions depuis le début de l'année en raison de leur positionnement défensif. En revanche, ils devraient moins bénéficier d'un rebond que d'autres fonds convertibles, aussi l'un des deux pourrait être arbitrée dans les prochaines semaines vers un fonds présentant une sensibilité actions plus importante.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Les deux fonds d'obligations convertibles continuent d'amortir la baisse des marchés actions depuis le début de l'année en raison de leur positionnement défensif. En revanche, ils devraient moins bénéficier d'un rebond que d'autres fonds convertibles, aussi l'un des deux pourrait être arbitrée dans les prochaines semaines vers un fonds présentant une sensibilité actions plus importante.</p>
<p><b>Actions :</b> La surpondération de la position en actions atteignait 4% par rapport à l'allocation stratégique à fin avril, mais elle a été réduite de 1 à 2% avec la baisse des marchés sur le mois de mai. Dans la situation actuelle, il convient de rester prudent : les économistes commencent à évoquer des révisions de perspectives de croissance mondiale consécutives aux restrictions budgétaires européennes. Néanmoins, à ce stade, les résultats des entreprises sont en nette amélioration, et de nombreux titres semblent encore nettement sous-valorisés ce qui permet de rester positif globalement sur la classe d'actifs.</p>	<p><b>Actions :</b> La surpondération de la position en actions atteignait 4% par rapport à l'allocation stratégique à fin avril, mais la baisse des marchés depuis le mois de mai l'a été réduite légèrement. Les résultats des entreprises sont en nette amélioration, et de nombreux titres semblent encore nettement sous-valorisés ce qui permet de rester positif globalement sur la classe d'actifs. Mais, dans la situation actuelle, il convient de rester prudent : les économistes commencent à évoquer des révisions de perspectives de croissance mondiale consécutives aux restrictions budgétaires européennes.</p>
<p><b>Actions Européennes :</b> A fin avril, l'allocation en actions européennes était en légère surpondération, mais après la baisse récente, elle se situe maintenant en-dessous de l'allocation stratégique, ce qui semble prudent dans le contexte actuel.</p>	<p><b>Actions Européennes :</b> A fin avril, l'allocation en actions européennes était en légère surpondération, mais après la baisse récente, elle se situe maintenant en-dessous de l'allocation stratégique, ce qui semble prudent dans le contexte actuel.</p>
<p><b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines reste supérieure à l'allocation stratégique malgré la baisse des marchés. Cette position sera maintenue, d'une part car elle bénéficie de l'appréciation du dollar, et d'autre part parce que l'économie américaine devrait être modérément affectée par les turbulences européennes.</p>	<p><b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines reste supérieure à l'allocation stratégique malgré la baisse des marchés. Cette position sera maintenue, d'une part car elle bénéficie de l'appréciation du dollar, et d'autre part parce que l'économie américaine devrait être modérément affectée par les turbulences européennes.</p>
<p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions asiatiques et émergentes reste supérieure à l'allocation stratégique malgré la baisse des marchés. Cette surexposition sera conservée malgré la moindre sous-valorisation de ces marchés, en raison de perspectives de croissance qui restent très favorables. En revanche, la performance des deux fonds</p>	<p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions asiatiques et émergentes reste supérieure à l'allocation stratégique malgré la baisse des marchés. Cette surexposition sera conservée malgré la moindre sous-valorisation de ces marchés, en raison de perspectives de croissance qui restent très favorables. En revanche, la performance des deux fonds</p>

dédiés en portefeuille s'avère plutôt décevante depuis plusieurs trimestres. Ils seront donc partiellement arbitrés contre deux fonds ouverts (investis respectivement sur l'Asie et les pays émergents), dont la sélection est en cours de finalisation.	dédiés en portefeuille s'avère plutôt décevante depuis plusieurs trimestres. Ils seront donc partiellement arbitrés contre deux fonds ouverts (investis respectivement sur l'Asie et les pays émergents), dont la sélection est en cours de finalisation
<b>Gestion alternative :</b> Après la cession du fonds Turquoise lancée pour fin juin, il est prévu de se concentrer sur les actifs existants, puis de réfléchir à moyen terme à l'évolution de l'allocation en terme d'encours et de positionnement (fonds éligibles, plateformes de comptes gérés). En contrepartie, dans l'immédiat, une étude est en cours pour sélectionner des fonds de rendement absolu offrant une liquidité et transparence nettement supérieures aux fonds alternatifs.	<b>Gestion alternative :</b> Après la cession d'un fonds de fonds lancée pour fin juin, il est prévu de se concentrer sur les actifs existants, et de réfléchir à moyen terme à l'évolution de l'allocation en terme d'encours et de positionnement (fonds éligibles, plateformes de comptes gérés). Dans l'immédiat, une étude est en cours pour sélectionner des fonds de rendement absolu offrant une liquidité et transparence nettement supérieures aux fonds alternatifs.
<b>Matières premières :</b> L'allocation reste faible, mais ce secteur présente toujours des niveaux de valorisation élevés. Nous serons donc éventuellement amener à nous renforcer, mais sur un repli significatif.	<b>Matières premières :</b> L'allocation reste faible, mais ce secteur présente toujours des niveaux de valorisation élevés. Nous serons donc éventuellement amener à nous renforcer, mais sur un repli significatif.
<b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Une nouvelle sélection de FCPR (y compris le secteur des infrastructures) sera opérée dans la deuxième partie de l'année.	<b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Une nouvelle sélection de FCPR (y compris le secteur des infrastructures) sera opérée dans la deuxième partie de l'année.

<b>Séance du 13 septembre 2010</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<b>Monétaire :</b> Les rendements monétaires restant très modestes, la poche monétaire devra être maintenue autour de 3% en fin de mois (ce qui entraîne un niveau proche du niveau plancher de 2% en cours de mois après paiements des pensions).	<b>Monétaire :</b> Les rendements monétaires restant très modestes, la poche monétaire devra être maintenue autour de 3% en fin de mois (ce qui entraîne un niveau proche du niveau plancher de 2% en cours de mois après paiements des pensions).
<b>Obligataire :</b> L'allocation sur la poche obligataire est légèrement inférieure au niveau de l'allocation stratégique, et sa composition reste largement différente de son indice de référence, puisqu'elle est sous-pondérée en durée et constituée pour moitié d'obligations crédit.	<b>Obligataire :</b> L'allocation sur la poche obligataire est légèrement inférieure au niveau de l'allocation stratégique, et sa composition reste largement différente de son indice de référence, puisqu'elle est sous-pondérée en durée et constituée pour moitié d'obligations crédit.
<b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Les taux des obligations gouvernementales allemandes, néerlandaises et françaises ont accéléré leur mouvement de baisse depuis la fin du mois de juillet, et ont atteint des points bas historiques. Cette tendance pourrait se stabiliser dans les prochaines semaines, mais il est peu probable qu'elle s'inverse nettement. Dans ce contexte, des prises de profit progressives mais modérées continueront d'être réalisées sur les expositions en obligations à long terme, au fur et à mesure de la poursuite du mouvement. En matière de diversification géographique des obligations gouvernementales, il semble prématuré d'augmenter l'exposition sur les pays « périphériques » de la zone euro, et la position restera donc très largement concentrée sur les pays considérés comme les plus sûrs (Allemagne, France, Pays Bas).	<b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Les taux des obligations gouvernementales allemandes, néerlandaises et françaises ont atteint des points bas historiques, et il est peu probable qu'ils remontent rapidement. En cas de poursuite du mouvement de baisse, des prises de profit progressives mais modérées continueront d'être réalisées sur les expositions en obligations à long terme. En matière de diversification géographique des obligations gouvernementales, il semble prématuré d'augmenter l'exposition sur les pays « périphériques » de la zone euro, et la position restera donc très largement concentrée sur les pays considérés comme les plus sûrs (Allemagne, France, Pays Bas).
<b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Le marché financier est maintenant agité par des craintes de déflation, dans le cadre d'un scénario économique à la japonaise. Si cette anticipation semble pour le moment exagérée, il est clair que le risque inflationniste est écarté pour plusieurs trimestres. Les allègements récents en obligations indexées sur l'inflation ont permis de continuer à diminuer cette exposition, et elle sera maintenue autour de ce niveau faible dans les prochains mois.	<b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Le marché financier est maintenant agité par des craintes de déflation, dans le cadre d'un scénario économique à la japonaise. Si cette anticipation semble pour le moment exagérée, il est clair que le risque inflationniste est écarté pour plusieurs trimestres. Les allègements récents en obligations indexées sur l'inflation ont permis de continuer à diminuer cette exposition, et elle sera maintenue autour de ce niveau faible dans les prochains mois.
<b>Obligations Crédit :</b> Rappelons que l'encours d'obligations crédit représente maintenant la totalité du portefeuille obligataire inférieur à 6 ans et un peu plus de la moitié du portefeuille	<b>Obligations Crédit :</b> Des arbitrages au sein de la poche continueront d'être effectués sur opportunités. Les marges de crédit s'étant sensiblement resserrées, la recherche

obligataire total. Des arbitrages au sein de la poche continueront d'être effectués sur opportunités. Les marges de crédit s'étant sensiblement resserrées, la recherche d'émetteurs de qualité suffisamment rémunérateurs conduira notamment à augmenter l'allocation en signatures bancaires.	d'émetteurs de qualité suffisamment rémunérateurs conduira notamment à augmenter l'allocation en signatures bancaires.
<b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Les deux fonds d'obligations convertibles se sont mieux comportés que leur indice depuis le début de l'année en raison de leur positionnement prudent. En raison des incertitudes prévalant sur les marchés actions, la recherche d'un fonds présentant une sensibilité actions plus importante sera remise à plus tard, afin de continuer à bénéficier de l'aspect défensif du portefeuille. En revanche, si les perspectives venaient à s'améliorer dans quelques semaines, la position pourrait être renforcée de 5 à 10 M€ sur l'un des deux fonds en portefeuille.	<b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Les deux fonds d'obligations convertibles se sont mieux comportés que leur indice depuis le début de l'année en raison de leur positionnement prudent. En raison des incertitudes prévalant sur les marchés actions, la recherche d'un fonds présentant une sensibilité actions plus importante sera remise à plus tard. En revanche, si les perspectives venaient à s'améliorer dans quelques semaines, l'allocation pourrait être renforcée de 5 à 10 M€ sur l'un des deux fonds en portefeuille.
<b>Actions :</b> La surpondération de la position en actions par rapport à l'allocation stratégique était de 3,6% à fin juillet 2010, mais elle s'est réduite légèrement en août du fait de la baisse des marchés et d'un allègement de 10 M€. La période estivale a été marquée par la révision à la baisse des perspectives économiques mondiales, tandis que dans le même temps, les sociétés ont publié des résultats trimestriels satisfaisants, et souvent meilleurs qu'anticipés. Dans ce contexte, le marché a fini par corriger au mois d'août, et les perspectives des marchés actions sont très incertaines pour les prochains mois.	<b>Actions :</b> La surpondération de la position en actions par rapport à l'allocation stratégique était de 3,60% à fin juillet 2010, mais elle s'est réduite légèrement en août du fait de la baisse des marchés et d'un allègement de 10 M€.
<b>Actions européennes :</b> La légère surpondération en actions européennes (+0,8% à fin juillet) peut être maintenue malgré le contexte actuel en raison du faible niveau de valorisation des actions européennes. On attendra cependant une correction plus marquée avant de chercher à renforcer les positions (au minimum 5% de baisse, soit un CAC 40 autour de 3.300 points). En cas de rebond, des allègements sur des niveaux proches de ceux effectués début août (3.765 points) semblent toujours corrects.	<b>Actions européennes :</b> La légère surpondération en actions européennes (+0,80% à fin juillet) peut être maintenue malgré le contexte actuel incertain, en raison du faible niveau de valorisation des actions européennes. On attendra une correction plus marquée avant de chercher à renforcer les positions (CAC 40 autour de 3.300 points). En cas de rebond, des allègements sur des niveaux proches de ceux effectués début août (CAC autour de 3.800 ou Eurostoxx 50 autour de 2850) semblent toujours corrects.
<b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines reste supérieure à l'allocation stratégique malgré la baisse des marchés (+0,9% à fin juillet), et cette position sera maintenue. En revanche, la réduction de l'exposition sur des fonds couverts du risque de change (8% des actions américaines) sera poursuivie si les niveaux d'€/ \$ le permettent.	<b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines reste supérieure à l'allocation stratégique malgré la baisse des marchés (+0,9% à fin juillet), et cette position sera maintenue. En revanche, la réduction de l'exposition sur des fonds couverts du risque de change (8% des actions américaines) sera poursuivie si les niveaux d'€/ \$ le permettent

<p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions asiatiques et émergentes est supérieure de 1,9% à l'allocation stratégique. Cette surexposition sera conservée : même si on observe aussi un ralentissement dans les pays émergents par rapport au début de l'année, la croissance dans les pays émergents devrait encore être solide.</p>	<p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions asiatiques et émergentes est supérieure de 1,9% à l'allocation stratégique. Cette surexposition sera conservée : même si on observe aussi un ralentissement dans les pays émergents par rapport au début de l'année, la croissance dans les pays émergents devrait encore être solide.</p>
	<p><b>Actions de société de patrimoine forestier (pour mémoire) :</b> Rappelons que le décret d'octobre 2002 régissant les placements de différentes caisses de retraite, stipule que celles-ci ne peuvent être propriétaires directement ou indirectement de biens forestiers ». Pour respecter cette disposition, un ordre de cession de nos parts de la société civile Conches Breteuil acquises en 1963-64 a été passé depuis 4 ans, ordre renouvelé et actualisé annuellement. Le prix demandé comportait une décote par rapport au prix d'expertise, mais était sensiblement supérieur aux prix des transactions de cette dernière décennie. Le gérant de la société ayant trouvé de nouveaux investisseurs personnes physiques a pu nous faire en juillet une offre à notre prix, soit 3440€ nets de frais, sur 32 des 55 parts que détient la Caisse. L'opération s'est débouchée le 9 septembre.</p>
<p><b>Gestion alternative :</b> Après les cessions de fonds de fonds alternatifs effectués en juin et août, il est proposé de réinvestir sur des fonds de rendement absolu dont la liquidité et la transparence sont largement supérieures aux fonds de fonds alternatifs.</p> <p>Les deux fonds présélectionnés sont en effet des fonds de droit luxembourgeois et français remplissant les critères « UCITS 3 », dont la liquidité est hebdomadaire et qui offrent une grande transparence sur leurs positions. L'un des deux fonds est spécialisé sur des arbitrages d'actions européennes, et le second prend des expositions sur les marchés principaux en fonction de ses anticipations macro-économiques (fonds d'allocation).</p>	<p><b>Gestion alternative :</b> Après les cessions de fonds de fonds alternatifs effectués en juin et août, il est proposé de réinvestir sur des fonds de rendement absolu dont la liquidité et la transparence sont largement supérieures aux fonds de fonds alternatifs.</p> <p>Deux fonds ont été présélectionnés : ce sont des fonds de droit luxembourgeois et français « coordonnés », dont la liquidité est hebdomadaire et qui offrent une grande transparence sur leurs positions. L'un des deux fonds est spécialisé sur des arbitrages d'actions européennes, et le second prend des expositions sur les marchés principaux en fonction de ses anticipations macro-économiques (fonds d'allocation).</p>
<p><b>Matières premières :</b> L'allocation est faible (9,9M€), mais ce secteur est très volatile et ne sera donc pas renforcé dans le contexte actuel.</p>	<p><b>Matières premières :</b> L'allocation est faible (9,9M€), mais ce secteur est très volatile et ne sera donc pas renforcé dans le contexte actuel.</p>
<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Une nouvelle sélection de FCPR (y compris le secteur des infrastructures) pourra être opérée dans la deuxième partie de l'année, mais les fonds en cours de levée correspondant à nos critères de sélection sont à ce jour peu nombreux.</p>	<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Une nouvelle sélection de FCPR (y compris dans le secteur des infrastructures) pourra être opérée d'ici à la fin de l'année, mais les fonds en cours de levée correspondant à nos critères de sélection sont à ce jour peu nombreux.</p>

<b>Séance du 29 novembre 2010</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire :</b> En l'absence de perspectives d'augmentation des rendements monétaires, l'allocation sur cette poche devra si possible demeurer proche d'un niveau de 3%.</p>	<p><b>Monétaire :</b> En l'absence de perspectives d'augmentation des rendements monétaires, l'allocation sur cette poche devra si possible demeurer proche d'un niveau de 3%.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Après avoir enregistré des points bas dans le courant du mois d'août, les taux des obligations gouvernementales allemandes, néerlandaises et françaises ont légèrement remonté. Même si cette tendance pourrait s'essouffler dans l'immédiat, le potentiel de hausse des taux reste significatif à moyen terme.</p> <p>Dans ce contexte, il semble souhaitable de conserver une position structurelle de sous-pondération, tout en effectuant quelques renforcements opportunistes pendant les phases de hausse de taux.</p> <p>En matière de diversification géographique, les investissements effectués en octobre sur des obligations gouvernementales italiennes pourront être complétés sur opportunités. En revanche, une diversification sur l'Espagne ou l'Irlande ne pourra être envisagée que sur des maturités courtes (inférieures à 2 ans), si la crise actuelle sur la dette irlandaise se résout de façon positive.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Après avoir enregistré des points bas dans le courant du mois d'août, les taux des obligations gouvernementales allemandes, néerlandaises et françaises sont repartis à la hausse. Même si cette tendance pourrait s'essouffler dans l'immédiat, le potentiel de hausse des taux reste significatif à moyen terme.</p> <p>Dans ce contexte, il semble souhaitable de conserver une position structurelle de sous-pondération, tout en effectuant quelques renforcements opportunistes pendant les phases de hausse de taux.</p> <p>En matière de diversification géographique, les investissements effectués en octobre sur des obligations gouvernementales italiennes pourront être allégés en cas de resserrement de leurs marges de crédit par rapport aux obligations allemandes ou françaises (même si le portefeuille d'obligations souveraines est nettement moins exposé à l'Italie que l'indice de référence).</p>
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> En l'absence de craintes inflationnistes à court et moyen terme, la position de sous-pondération en obligations indexées sur l'inflation ne sera pas modifiée.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> En l'absence de craintes inflationnistes à court et moyen terme, les obligations indexées sur l'inflation, qui représentent actuellement 2,5% des réserves, pourront continuer à être allégées vers un niveau de 2% des réserves</p>
<p><b>Obligations Crédit :</b> Les obligations crédit gérées en direct représentent actuellement 53% de la poche obligataire.</p> <p>Des renforcements seront effectués, au fur et à mesure du passage de certaines obligations dans la poche monétaire (lorsque les maturités deviennent inférieures à 6 mois). Par ailleurs, les arbitrages seront poursuivis sur opportunités, pour continuer à bénéficier de rendements attractifs sur des émetteurs de qualité.</p>	<p><b>Obligations Crédit :</b> Les obligations crédit gérées en direct représentent actuellement 53% de la poche obligataire.</p> <p>Des renforcements seront effectués, au fur et à mesure du passage de certaines obligations dans la poche monétaire (lorsque les maturités deviennent inférieures à 6 mois). Par ailleurs, les arbitrages seront poursuivis sur opportunités, pour continuer à bénéficier de rendements attractifs sur des émetteurs de qualité.</p>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> La faible allocation en OPCVM convertibles en 2010 aura été suffisante, car l'année ne sera pas favorable aux convertibles : leurs performances sont à ce jour nettement inférieures à celles des obligations comme des actions.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> La faible allocation en OPCVM convertibles en 2010 aura été suffisante, car l'année ne sera pas favorable aux convertibles : leurs performances sont à ce jour nettement inférieures à celles des obligations comme des actions.</p>

<p>Le caractère défensif des fonds du portefeuille a été profitable, mais la recherche d'un fonds à plus forte sensibilité actions va être réactivée pour un éventuel arbitrage dans les tous prochains mois.</p>	<p>Le caractère défensif des fonds du portefeuille a été profitable, mais la recherche d'un fonds à plus forte sensibilité actions va être réactivée pour un éventuel arbitrage dans les prochains mois.</p>
<p><b>Actions :</b> La surpondération en actions représente 3,8% des réserves à fin octobre 2010. Cette surpondération semble appropriée en raison de la faible valorisation actuelle de la classe d'actifs, mais des prises de profit régulières continueront d'être effectuées dans les mouvements de hausse afin de ne pas augmenter cette surexposition.</p>	<p><b>Actions :</b> La surpondération en actions représente 3,8% des réserves à fin octobre 2010. Cette surpondération semble appropriée en raison de la faible valorisation actuelle de la classe d'actifs, mais des prises de profit régulières continueront d'être effectuées dans les mouvements de hausse afin de ne pas augmenter cette surexposition.</p>
<p><b>Actions européennes :</b> L'allocation en actions européennes est actuellement surpondérée de 0,9% par rapport à l'allocation stratégique. C'est principalement sur cette poche que seront effectués les allègements en cas de hausse des marchés. En effet, même si les actions européennes sont plus faiblement valorisées que les actions américaines ou émergentes, le potentiel de croissance de l'Europe est clairement inférieur à celui des autres zones. Par conséquent, nous ne visons pas une surpondération importante sur l'Europe.</p>	<p><b>Actions européennes :</b> L'allocation en actions européennes est actuellement surpondérée de 0,9% par rapport à l'allocation stratégique. C'est principalement sur cette poche que seront effectués les allègements en cas de hausse des marchés. En effet, même si les actions européennes sont plus faiblement valorisées que les actions américaines ou émergentes, le potentiel de croissance de l'Europe est clairement inférieur à celui des autres zones. Par conséquent, la surpondération de cette poche sera modeste.</p>
<p><b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines est supérieure de 0,9% à l'allocation stratégique, ce qui nous paraît satisfaisant. Une attention particulière sera portée à la performance des fonds du portefeuille. En effet, si la performance de la poche s'améliore, elle est encore inférieure à l'indice de référence sur 2010 (après une année 2009 favorable). Des arbitrages entre fonds du portefeuille pourront être réalisés afin de poursuivre ce redressement.</p>	<p><b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines est supérieure de 0,9% à l'allocation stratégique, ce qui paraît satisfaisant. Une attention particulière sera portée à la performance des fonds du portefeuille. En effet, si la performance de la poche s'améliore, elle est encore inférieure à l'indice de référence sur 2010 (après une année 2009 favorable). Une réflexion est donc en cours afin de décider des bases d'un appel d'offres au 1<sup>ier</sup> semestre 2011 pour changer éventuellement certains gérants.</p>
<p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions « reste du monde » est nettement surpondérée, puisqu'elle s'élève à 5% pour une allocation stratégique à 3%. Ce positionnement nous semble toujours souhaitable, en raison de la vigueur des économies émergentes.</p>	<p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions « reste du monde » est nettement surpondérée, puisqu'elle s'élève à 5% pour une allocation stratégique à 3%. Ce positionnement nous semble toujours souhaitable, en raison de la vigueur des économies émergentes.</p>
<p><b>Gestion alternative :</b> Après les arbitrages effectués cet été, à savoir un rachat total de 20 M€, notre portefeuille « liquide » se consolide autour de trois produits. Nous menons toujours notre réflexion sur l'opportunité de réduire à nouveau ce nombre de lignes pour investir sur des fonds à rendement absolu offrant liquidité, transparence et relative stabilité des performances.</p>	<p><b>Gestion alternative :</b> A la suite des allègements effectués cet été, un nouvel allègement a été décidé pour la fin de l'année, et le portefeuille « liquide » de multigestion alternative ne comportera plus que deux produits.</p>
<p><b>Gestion diversifiée :</b> Après un premier investissement début octobre sur les trois fonds cités précédemment, nous avons renforcé mi-</p>	<p><b>Gestion diversifiée :</b> Après les premiers investissements effectués sur trois fonds depuis début octobre, un renforcement complémentaire</p>

<p>novembre l'un d'eux (Exane Archimedes) à hauteur de 5M€. En fonction d'un éventuel repli significatif, nous pensons faire de même avec Convictions Premium.</p> <p>Notre recherche sur des fonds similaires reste active dans l'éventualité d'une nouvelle réduction de la poche de multigestion alternative.</p>	<p>pourrait être effectué sur l'un des fonds. Notre recherche sur des fonds similaires reste active dans l'éventualité d'une nouvelle réduction de la poche de multigestion alternative/</p>
<p><b>Matières premières :</b> L'allocation reste au même niveau avec un seul fonds, Carmignac Commodities, mais ce segment de marché présente toujours des niveaux de valorisation élevés, surtout après le fort rebond de ces derniers mois.</p>	<p><b>Matières premières :</b> L'allocation reste au même niveau avec un seul fonds, Carmignac Commodities, mais ce segment de marché présente des niveaux de valorisation élevés, surtout après le fort rebond de ces derniers mois.</p>
<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Nous sommes actuellement en train de terminer notre tour d'horizon des FCPR en cours de levée (y compris le secteur des infrastructures) afin de décider éventuellement d'un investissement dans les prochains mois.</p> <p>Toutefois, le flux d'opportunités d'investissement n'est pas très fourni actuellement dans les segments de marché que nous privilégions.</p>	<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Nous sommes actuellement en train de terminer notre tour d'horizon des FCPR en cours de levée (y compris le secteur des infrastructures) afin de décider éventuellement d'un investissement dans les prochains mois.</p>

<b>Séance du 24 mars 2011</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire :</b> Malgré la hausse probable du taux directeur de la BCE, annoncée par Jean-Claude Trichet pour le mois d'avril, les rendements monétaires restent insuffisants pour remettre en cause la politique de sous-pondération de la poche monétaire.</p> <p>La légère surpondération enregistrée à fin janvier 2011 provenait principalement des cessions d'actions effectuées pendant le mois. Les réinvestissements des montants correspondants (principalement sur des obligations crédit) sont en cours, afin de faire revenir l'allocation en dessous du niveau de 5% en fin de mois.</p>	<p><b>Monétaire :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Légère surpondération actuelle provenant principalement des cessions d'actions récentes</li> <li>• Réinvestissements des montants correspondants en cours (principalement sur des obligations crédit), afin de faire revenir l'allocation en dessous du niveau de 5% en fin de mois.</li> </ul>
<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Le mouvement de hausse de taux initié à la fin du mois d'août sur les obligations souveraines des états notés AAA de la zone Euro s'est poursuivi pendant l'hiver. Ainsi, le rendement des obligations à 10 ans de l'état français a augmenté de 1,20% en 6 mois, pour se situer actuellement autour de 3,65%, et la sous-pondération en durée du portefeuille obligataire par rapport à son indice de référence a donc été favorable sur la période.</p> <p>La tendance reste à la hausse des taux longs pour les prochains mois, même si le mouvement devrait être moins rapide. Dans ce contexte, il semble donc préférable de rester encore sous-pondéré, mais de diminuer progressivement la sous-duration au fur et à mesure de la hausse des taux.</p> <p>L'objectif serait de faire revenir la durée du portefeuille au niveau de celle de l'indice de référence lorsque les taux à 10 ans de l'état français seront autour de 4%.</p> <p>En matière de diversification géographique, le portefeuille d'obligations souveraines, très largement positionné sur la France, a été légèrement diversifié sur d'autres pays de la zone Euro notés AAA (Allemagne, Pays Bas, Autriche). En effet, ces pays ont de meilleurs fondamentaux que la France. Leurs dettes offrent donc des rendements inférieurs à ceux de la France (sauf l'Autriche), mais avec de meilleures perspectives à moyen terme. Cette diversification sera donc poursuivie dans les prochains mois lorsque les différentiels de rendement ne seront pas trop importants.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Portefeuille sous-pondéré en durée par rapport à son indice de référence. <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Sous pondération à réduire progressivement au fur et à mesure de la hausse des taux.</li> <li>○ Objectif : porter la durée au niveau de l'indice lorsque le rendement des OAT à 10 ans sera autour de 4%.</li> </ul> </li> <li>• Portefeuille d'obligations d'états largement positionné sur la France. <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Diversification en cours à poursuivre, sur les émetteurs de la zone Euro notés AAA ayant de meilleurs fondamentaux que la France, si les différentiels de rendement sont raisonnables.</li> <li>○ Des investissements sur d'autres pays (notamment l'Italie ou l'Espagne) pourront être envisagés en fonction des évolutions des marchés.</li> </ul> </li> </ul>

<p>En contrepartie, les légers renforcements effectués sur la dette italienne permettent d'apporter un supplément de rendement significatif, mais cette position ne sera pas augmentée à court terme en raison des incertitudes politiques actuelles en Italie.</p> <p>Enfin, des investissements sur l'Espagne ou le Portugal ne pourront être envisagés que sur des maturités courtes (inférieures à 2 ans). Cette orientation générale pourra être revue si les décisions du sommet européen des 24 et 25 mars sont de nature à rassurer les marchés.</p>	
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Si le risque inflationniste paraît toujours limité à moyen terme, la hausse récente du prix du pétrole va impacter clairement les indices de prix dans les prochains mois. Cependant, le prix des obligations indexées intègrent déjà un niveau d'inflation relativement élevé sur du long terme, et elles ne sont donc pas très attractives.</p> <p>Dans ce contexte, la sous-pondération importante de la poche pourra éventuellement être diminuée temporairement, sur repli éventuel du prix des indexées, afin de profiter des tensions à court terme.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Position nettement sous-pondérée en obligations indexées sur l'inflation.</li> <li>• Diminution temporaire de la sous-pondération sur repli éventuel du prix des indexées, pour profiter de tensions à court terme.</li> </ul>
<p><b>Obligations Crédit :</b> Les taux à 5 ans ont connu depuis l'automne une hausse de la même ampleur que les taux à 10 ans, ce qui permet à certaines obligations à 5 ans de retrouver des taux de rendement intéressants en valeur absolue.</p> <p>Des arbitrages pourront donc être effectués pour « rallonger » si possible les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans.</p> <p>Par ailleurs, les renforcements continueront au fur et à mesure du passage de certaines obligations dans la poche monétaire (lorsque les maturités deviennent inférieures à 6 mois).</p>	<p><b>Obligations Crédit :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Arbitrages pour « rallonger » les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans, et renforcements au fur et à mesure du passage de certaines obligations dans la poche monétaire (maturités devenant inférieures à 6 mois).</li> </ul>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Les obligations convertibles dont la performance a été un peu décevante en 2010 pourraient connaître une année 2011 plus favorable en fonction de l'appréciation des marchés actions. Cependant, les incertitudes actuelles liées aux mouvements de révolte dans les pays arabes incitent à la prudence et l'allocation actuelle ne sera pas augmentée tant que la situation ne sera pas calmée.</p> <p>Un fonds du portefeuille devrait être complètement liquidé en faveur d'un nouveau fonds en phase finale de sélection.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Liquidation d'un fonds du portefeuille en faveur d'un nouveau fonds, en phase finale de sélection.</li> </ul>

<p><b>Actions :</b> La hausse des marchés actions, qui avait repris avec force début décembre après une année hésitante, s'est poursuivie jusqu'au début du mois de février sur les marchés européens et américains, dans un contexte de croissance économique solide et de faible valorisation des entreprises. L'embrassement de la Libye et les craintes de contagion au Moyen Orient sont venus stopper ce mouvement et ont entraîné une nette correction. La situation justifie en effet une extrême prudence.</p> <p>L'allocation actions qui a été nettement allégée en janvier et début février pour tirer profit du mouvement de hausse de début d'année est encore nettement surpondérée. Une reprise des marchés devra donc donner lieu à la poursuite des allègements.</p>	
<p><b>Actions européennes :</b> Au 31 janvier dernier, l'allocation en actions européennes était surpondérée de 0,2% seulement par rapport à l'allocation stratégique, car c'est principalement sur cette poche qu'ont été effectués les allègements récents.</p> <p>Dans une hypothèse de reprise des marchés, cette position sera conservée, car les actions européennes présentent dorénavant une nette sous-valorisation par rapport aux actions américaines ou émergentes.</p>	<p><b>Actions européennes :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Actuellement, surpondération légère en actions européennes.</li> <li>• Surpondération à conserver, les actions européennes présentant dorénavant une nette sous-valorisation par rapport aux actions américaines ou émergentes.</li> </ul>
<p><b>Actions américaines :</b> L'allocation en actions américaines était supérieure de 1,3% à l'allocation stratégique au 31 janvier. Cette surpondération paraît justifiée dans le contexte actuel d'incertitudes géopolitiques, les marchés américains étant habituellement plus résistants dans les situations de crises.</p> <p>En matière de supports d'investissements, si la performance des fonds du portefeuille s'est redressée depuis fin 2010, elle a néanmoins été décevante sur l'exercice (après une année 2009 favorable). Un appel d'offres va donc être lancé dans les prochains mois pour sélectionner de nouveaux gérants.</p> <p><b>Actions reste du monde :</b> L'allocation en actions « reste du monde » restait nettement surpondérée à fin janvier (+2,1%), mais a été allégée début février. Même si les marchés asiatiques et émergents ont corrigé à la baisse depuis le début de l'année, des allègements complémentaires pourraient être effectués en cas de reprise : la hausse des prix des matières premières entraîne dans des resserrements monétaires qui pourraient freiner leur croissance et inquiètent les investisseurs.</p>	<p><b>Actions américaines et Actions reste du monde :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Assez nette surpondération.</li> <li>• Poursuite des allègements, si les marchés retrouvent les niveaux de début février, de préférence aux actions européennes.</li> </ul>
<p><b>Multigestion alternative :</b> La réflexion quant à</p>	

<p>l'avenir du dernier fonds se poursuit, avec en parallèle la recherche de fonds à rendement absolu offrant liquidité, transparence et relative stabilité des performances.</p>	
<p><b>Gestion diversifiée :</b> Afin d'équilibrer les lignes de cette poche, nous avons renforcé tout début mars le fonds Convictions Premium. Le portefeuille est ainsi constitué de trois stratégies bien distinctes et équilibrées. Notre recherche sur ce type de fonds reste active dans l'optique d'utiliser le produit des rachats déjà effectués sur les fonds de multigestion alternative.</p>	<p><b>Gestion diversifiée :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Recherche active de fonds de rendement absolu, offrant liquidité, transparence et relative stabilité des performances, en remplacement des fonds de multigestion alternative.</li> </ul>
<p><b>Matières premières :</b> L'allocation n'a pas évolué, avec la présence d'un fonds investi dans le secteur des matières premières. Ce secteur présente toujours des niveaux de valorisation élevés, mais pourrait s'avérer protecteur dans une hypothèse de hausse durable du prix du pétrole.</p>	
<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Les encours déjà investis en capital investissement et infrastructures représentaient à fin janvier moins de 0,9% des réserves, pour des montants totaux engagés de 2,2% des réserves. Deux nouveaux FCPR ont été sélectionnés, et augmenteront les engagements de 0,5%. L'étude des fonds en cours de levée se poursuit, notamment sur les infrastructures où l'objectif d'un investissement total à hauteur de 1% des réserves est loin d'être atteint (l'engagement actuel est de l'ordre de 0,37%).</p>	<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Poursuite de l'étude des fonds en cours de levée, notamment sur les infrastructures où l'objectif d'un investissement total à hauteur de 1% des réserves est loin d'être atteint (engagement actuel de l'ordre de 0,37%).</li> </ul>

<b>Séance du 6 juin 2011</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire :</b> Si la BCE a entamé en avril un cycle de relèvement monétaire par une première hausse de 0,25% de ses taux directeurs, on peut penser que ce mouvement sera très progressif et que les taux monétaires vont rester bas durablement.</p> <p>Dans ce contexte, l'objectif d'un maintien de la poche monétaire en dessous d'un niveau de 5% des réserves (en fin de mois) paraît raisonnable.</p>	<p><b>Monétaire :</b> Si la BCE a entamé en avril un cycle de relèvement monétaire par une première hausse de 0,25% de ses taux directeurs, on peut penser que ce mouvement sera très progressif et que les taux monétaires vont rester bas durablement.</p> <p>Dans ce contexte, l'objectif d'un maintien de la poche monétaire en dessous d'un niveau de 5% des réserves (en fin de mois) paraît raisonnable.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Après 8 mois de hausse quasi ininterrompue, les taux des états notés AAA de la zone Euro se sont légèrement retournés depuis le mois d'avril, avec la résurgence des incertitudes concernant la dette grecque. Néanmoins, les niveaux de ces derniers jours semblent constituer un plancher : après avoir touché 3,80% mi avril, les obligations à 10 ans françaises sont revenues sur un taux inférieur à 3,40%, tandis que le rendement de la dette allemande de même échéance a baissé sur un niveau de 3%. Il semble peu probable de voir les rendements baisser significativement en dessous de ce niveau, dans la mesure où la BCE est entrée dans une phase de resserrement monétaire.</p> <p>Pour le portefeuille, la décision d'un retour progressif à la neutralité en matière de duration sur un niveau de taux à 10 ans français de l'ordre de 4% reste donc valide. En revanche, des prises de profit pourront être effectuées si les taux continuent à baisser en dessous de 3,35% puisque cette situation ne devrait être que transitoire à notre sens.</p> <p>Le mouvement de diversification géographique opéré depuis le début de l'année paraît globalement suffisant à ce stade (au 30 avril, 48% du portefeuille d'obligations gouvernementales reste investi sur la France) :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les obligations allemandes et néerlandaises sont peu rémunératrices par rapport aux obligations françaises.</li> <li>• La position sur l'Autriche (5% des obligations gouvernementales) est suffisante au regard de la liquidité de ses obligations.</li> <li>• La position sur l'Italie représente maintenant 14% de la poche d'obligations d'états (pour une position</li> </ul>	<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Après 8 mois de hausse quasi ininterrompue, les taux des états notés AAA de la zone Euro se sont légèrement retournés depuis le mois d'avril, avec la résurgence des incertitudes concernant la dette grecque. Néanmoins, les niveaux de ces derniers jours semblent constituer un plancher : après avoir touché 3,80% mi avril, les obligations à 10 ans françaises sont revenues sur un taux inférieur à 3,40%, tandis que le rendement de la dette allemande de même échéance a baissé sur un niveau de 3%. Il semble peu probable de voir les rendements baisser significativement en dessous de ce niveau, dans la mesure où la BCE est entrée dans une phase de resserrement monétaire.</p> <p>Pour le portefeuille, la décision d'un retour progressif à la neutralité en matière de duration sur un niveau de taux à 10 ans français de l'ordre de 4% reste donc valide. En revanche, des prises de profit pourront être effectuées si les taux continuent à baisser en dessous de 3,35% puisque cette situation ne devrait être que transitoire à notre sens.</p> <p>Le mouvement de diversification géographique opéré depuis le début de l'année paraît globalement suffisant à ce stade (au 30 avril, 48% du portefeuille d'obligations gouvernementales reste investi sur la France) :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les obligations allemandes et néerlandaises sont peu rémunératrices par rapport aux obligations françaises.</li> <li>• La position sur l'Autriche (5% des obligations gouvernementales) est suffisante au regard de la liquidité de ses obligations.</li> <li>• La position sur l'Italie représente maintenant 14% de la poche d'obligations d'états (pour une position de 24% dans l'indice) : la dette italienne</li> </ul>

<p>de 24% dans l'indice) : la dette italienne est beaucoup plus rémunératrice que la dette française (+1,50% sur les obligations à 10 ans), mais cela est justifié par un endettement largement supérieur et une notation inférieure (A+).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La position sur l'Espagne est seulement de 2,5% (contre 9% dans l'indice), mais elle ne sera pas augmentée tant que la situation budgétaire espagnole ne s'améliorera pas et que les incertitudes demeureront aussi fortes sur la dette grecque.</li> </ul>	<p>est beaucoup plus rémunératrice que la dette française (+1,50% sur les obligations à 10 ans), mais cela est justifié par un endettement largement supérieur et une notation inférieure (A+).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La position sur l'Espagne est seulement de 2,5% (contre 9% dans l'indice), mais elle ne sera pas augmentée tant que la situation budgétaire espagnole ne s'améliorera pas et que les incertitudes demeureront aussi fortes sur la dette grecque.</li> </ul>
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Le prix des obligations indexées intègre à 10 ans un niveau d'inflation supérieur à 2,3%, ce qui ne les rend guère attractives, malgré la hausse de l'inflation générée à court terme par l'augmentation du prix de l'énergie. La sous-pondération importante de la poche ne sera donc diminuée que sur repli du prix des indexées.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Le prix des obligations indexées intègre à 10 ans un niveau d'inflation supérieur à 2,3%, ce qui ne les rend guère attractives, malgré la hausse de l'inflation générée à court terme par l'augmentation du prix de l'énergie. La sous-pondération importante de la poche ne sera donc diminuée que sur repli du prix des indexées.</p>
<p><b>Obligations Crédit :</b> Si le resserrement des marges de crédit des obligations de qualité « investment grade » semble maintenant arrivé à son terme, les investissements en portefeuille sont toujours intéressants en raison du portage qu'ils procurent. L'encours de cette poche devrait donc rester stable, mais les arbitrages seront poursuivis au sein du portefeuille, notamment pour « rallonger » les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans.</p>	<p><b>Obligations Crédit :</b> Si le resserrement des marges de crédit des obligations de qualité « investment grade » semble maintenant arrivé à son terme, les investissements en portefeuille sont toujours intéressants en raison du portage qu'ils procurent. L'encours de cette poche devrait donc rester stable, mais les arbitrages seront poursuivis au sein du portefeuille, notamment pour « rallonger » les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans.</p>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Après le repositionnement du portefeuille d'OPCVM d'obligations sur deux nouveaux fonds moins défensifs, il serait intéressant de renforcer légèrement la poche (de 5 à 10 M€) sur repli des marchés actions. Un point d'entrée sera recherché à cet effet.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Après le repositionnement du portefeuille d'OPCVM d'obligations sur deux nouveaux fonds moins défensifs, il serait intéressant de renforcer légèrement la poche (de 5 à 10 M€) sur repli des marchés actions. Un point d'entrée sera recherché à cet effet.</p>
<p><b>Actions :</b> Après l'optimisme du début 2011, les marchés actions se sont montrés plus volatils. L'embrassement de la Libye, la crainte de contagion au Moyen Orient, les difficultés budgétaires des pays européens et des États-Unis, la hausse du prix du pétrole ont incité à la prudence, et les marchés peinent à retrouver leurs plus hauts du mois de février. La position globale en actions, toujours surpondérée de façon nette, mérite donc d'être allégée sur certaines zones si l'on retrouve des niveaux plus favorables.</p>	<p><b>Actions :</b> Après l'optimisme du début 2011, les marchés actions se sont montrés plus volatils. L'embrassement de la Libye, la crainte de contagion au Moyen Orient, les difficultés budgétaires des pays européens et des États-Unis, la hausse du prix du pétrole ont incité à la prudence, et les marchés peinent à retrouver leurs plus hauts du mois de février. La position globale en actions reste toujours surpondérée de façon nette en lien avec une faible attractivité des poches obligataire et monétaire. Elle mérite néanmoins d'être allégée sur certaines zones si l'on retrouve des niveaux</p>

	plus favorables.
<p><b>Actions européennes :</b> La surpondération de l'allocation sur les actions européennes est faible actuellement (+0,8% à fin avril), et elle sera donc maintenue. En effet, les actions européennes bénéficient d'une valorisation très attractive en terme absolu, ainsi que par rapport aux autres zones géographiques. Par ailleurs, même si la croissance européenne n'est pas très vigoureuse et qu'elle est très disparate selon les pays, elle devrait perdurer dans les prochains trimestres.</p>	<p><b>Actions européennes :</b> La surpondération de l'allocation sur les actions européennes est faible actuellement (+0,8% à fin avril), et elle sera donc maintenue. En effet, les actions européennes bénéficient d'une valorisation très attractive en terme absolu, ainsi que par rapport aux autres zones géographiques. Par ailleurs, même si la croissance européenne n'est pas très vigoureuse et qu'elle est très disparate selon les pays, elle devrait perdurer dans les prochains trimestres.</p>
<p><b>Actions américaines :</b> La surpondération de la poche d'actions américaines (+0,9% fin avril) pourrait être réduite en cas de hausse des marchés, par prises de profit. En effet, d'une part les actions américaines sont moins dépréciées que les actions européennes, et d'autre part, malgré son appréciation récente, le dollar pourrait reprendre son mouvement de baisse face à l'euro.</p>	<p><b>Actions américaines :</b> La surpondération de la poche d'actions américaines (+0,9% fin avril) pourrait être réduite en cas de hausse des marchés, par prises de profit. En effet, d'une part les actions américaines sont moins dépréciées que les actions européennes, et d'autre part, malgré son appréciation récente, le dollar pourrait reprendre son mouvement de baisse face à l'euro.</p>
<p><b>Actions reste du monde :</b> C'est sur cette zone que la surpondération est la plus importante (+1,7% par rapport à l'allocation stratégique à fin avril). Les allègements projetés seront donc effectués en priorité sur les actions asiatiques, si l'on retrouve des niveaux proches des plus hauts de l'année (enregistrés en avril sur cette zone). En effet, la valorisation des actions asiatiques et émergentes est actuellement supérieure à celles des actions européennes et américaines, et elle laisse ressortir un potentiel de hausse limité. De plus, les politiques monétaires restrictives menées dans un grand nombre de pays émergents pourraient freiner temporairement leur croissance. Cependant, l'objectif d'allègement vise seulement à réduire la surpondération actuelle, car une surexposition sur cette zone géographique est toujours justifiée à moyen terme.</p>	<p><b>Actions reste du monde :</b> C'est sur cette zone que la surpondération est la plus importante (+1,7% par rapport à l'allocation stratégique à fin avril). Les allègements projetés seront donc effectués en priorité sur les actions asiatiques, si l'on retrouve des niveaux proches des plus hauts de l'année (enregistrés en avril sur cette zone). En effet, la valorisation des actions asiatiques et émergentes est actuellement supérieure à celles des actions européennes et américaines, et elle laisse ressortir un potentiel de hausse limité. De plus, les politiques monétaires restrictives menées dans un grand nombre de pays émergents pourraient freiner temporairement leur croissance. Cependant, l'objectif d'allègement vise seulement à réduire la surpondération actuelle, car une surexposition sur cette zone géographique est toujours justifiée à moyen terme.</p>
<p><b>Multigestion alternative :</b> L'étude approfondie du positionnement du dernier fonds de fonds investi se poursuit, pour décider de son maintien ou non dans le portefeuille.</p>	<p><b>Multigestion alternative :</b> L'étude approfondie du positionnement du dernier fonds de fonds investi se poursuit, pour décider de son maintien ou non dans le portefeuille.</p>
<p><b>Gestion diversifiée :</b> Après les renforcements effectués sur le trimestre écoulé sur des fonds déjà en portefeuille, il est encore possible de sélectionner un ou deux nouveaux gérants dans cette poche. Les analyses déjà menées ne sont cependant pas encore concluantes : les fonds présentant à la fois un historique de performance de qualité sur plusieurs années, une</p>	<p><b>Gestion diversifiée :</b> Après les renforcements effectués sur le trimestre écoulé sur des fonds déjà en portefeuille, il est encore possible de sélectionner un ou deux nouveaux gérants dans cette poche. Les analyses déjà menées ne sont cependant pas encore concluantes : les fonds présentant à la fois un historique de performance de qualité sur plusieurs années, une</p>

bonne réactivité face aux marchés et un budget de risque maîtrisé étant aujourd'hui peu nombreux.	une bonne réactivité face aux marchés et un budget de risque maîtrisé étant aujourd'hui peu nombreux.
<b>Matières premières :</b> Suite au renforcement de cette poche début avril, il n'est plus envisagé dans l'immédiat de modifier cette allocation. Nous continuons cependant à surveiller attentivement ce secteur qui présente une forte volatilité liée à la fois aux évolutions du prix des matières premières et aux taux de change entre les devises concernées.	<b>Matières premières :</b> Après le renforcement de cette poche début avril, il n'est pas envisagé dans l'immédiat de modifier cette allocation. Cette position pourra être ajustée en cas de poursuite de baisse des cours, car ce secteur présente une forte volatilité liée à la fois aux évolutions du prix des matières premières et aux taux de change.
<b>Private equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Après un début d'année marqué par deux nouveaux engagements, nous continuons d'analyser de nouveaux dossiers, que ce soit sur le segment du LBO ou des infrastructures.	<b>Private equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Après un début d'année marqué par deux nouveaux engagements, nous continuons d'analyser de nouveaux dossiers, que ce soit sur le segment du LBO ou des infrastructures.

<b>Séance du 12 septembre 2011</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire :</b> Si la BCE a entamé en avril un cycle de relèvement monétaire, la dégradation de la conjoncture laisse penser que ce mouvement soit interrompu et que les taux monétaires restent bas durablement.</p> <p>Malgré la faiblesse des taux monétaires, cette poche évoluera en fonction d'éventuelles opportunités de marché ; elle restera plutôt à un niveau élevé et ne se réduira en dessous d'un niveau de 5% des réserves qu'en cas de réduction des incertitudes de marchés.</p>	<p><b>Monétaire :</b> Si la BCE a entamé en avril un cycle de relèvement monétaire, la dégradation de la conjoncture laisse penser que ce mouvement soit interrompu et que les taux monétaires restent bas durablement.</p> <p>Malgré la faiblesse des taux monétaires, cette poche évoluera en fonction d'éventuelles opportunités de marché ; elle restera plutôt à un niveau élevé et ne se réduira en dessous d'un niveau de 5% des réserves qu'en cas de réduction des incertitudes de marchés.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Les taux des états notés AAA de la zone Euro et plus particulièrement les taux allemands sont en très forte baisse depuis avril et atteignent leurs plus bas historiques (le « Bund » à 10 ans à 1,90% le 5 septembre !), avec le maintien des incertitudes concernant la dette grecque et des pays « périphériques » en général.</p> <p>Sur ces niveaux, et dans les marchés actuels, il n'existe plus d'actifs sans risque.</p> <p>Devant l'impossibilité d'anticiper des évolutions souvent contraires à la logique « classique », le portefeuille restera légèrement sous-pondéré en duration.</p> <p>Le mouvement de diversification géographique opéré depuis le début de l'année paraît globalement suffisant à ce stade (44% du portefeuille d'obligations gouvernementales investi sur la France, 38% sur l'UE et les états notés AAA, 15% sur Italie+Espagne) :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les obligations allemandes et néerlandaises sont peu rémunératrices par rapport aux obligations françaises et restent donc exposées à des prises de bénéfices et donc à une forte hausse des taux.</li> <li>• La position sur l'Autriche (5%) est suffisante au regard de la liquidité de ses obligations.</li> <li>• La position sur l'Italie représente 12,5% de la poche d'obligations d'états (23% dans l'indice), avec un rendement supérieur de 2,3% à celui des OAT.</li> <li>• La position sur l'Espagne est seulement de 2,5% (9% dans l'indice), mais elle ne sera pas augmentée tant que la situation budgétaire espagnole ne s'améliorera pas et que les incertitudes demeureront</li> </ul>	<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Les taux des états notés AAA de la zone Euro et plus particulièrement les taux allemands sont en très forte baisse depuis avril et atteignent leurs plus bas historiques (le « Bund » à 10 ans à 1,74% le 12 septembre !), avec le maintien des incertitudes concernant la dette grecque et des pays « périphériques » en général.</p> <p>Sur ces niveaux, et dans les marchés actuels, il n'existe plus d'actifs sans risque.</p> <p>Devant l'impossibilité d'anticiper des évolutions souvent contraires à la logique « classique », le portefeuille restera légèrement sous-pondéré en duration.</p> <p>Le mouvement de diversification géographique opéré depuis le début de l'année aboutit à la composition suivante, à fin août : 44% du portefeuille d'obligations gouvernementales investi sur la France, 38% sur l'UE et les états notés AAA, 15% sur Italie+Espagne. On notera que :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les obligations allemandes et néerlandaises sont peu rémunératrices par rapport aux obligations françaises et restent donc exposées à des prises de bénéfices et donc à une forte hausse des taux.</li> <li>• La position sur l'Autriche (5%) est suffisante au regard de la liquidité de ses obligations.</li> <li>• La position sur l'Italie représente 12,5% de la poche d'obligations d'états (23% dans l'indice), avec un rendement supérieur de 3% à celui des OAT.</li> <li>• La position sur l'Espagne est seulement de 2,5% (9% dans l'indice), mais elle ne sera pas augmentée tant que la situation budgétaire espagnole ne s'améliorera</li> </ul>

<p>aussi fortes sur la dette grecque.</p>	<p>pas et que les incertitudes demeureront aussi fortes sur la dette grecque. Lors de la Commission Financière, il 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.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Malgré la baisse récente du niveau d'inflation anticipé sous-jacent, ces obligations restent insuffisamment attractives, alors qu'on craint aujourd'hui plus sur le moyen-long terme une faiblesse qu'un regain d'inflation. La sous-pondération importante de la poche ne sera donc diminuée que sur repli du prix des indexées.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Malgré la baisse récente du niveau d'inflation anticipé sous-jacent, ces obligations restent insuffisamment attractives, alors qu'on craint aujourd'hui plus sur le moyen-long terme une faiblesse qu'un regain d'inflation. La sous-pondération importante de la poche ne sera donc diminuée que sur repli du prix des indexées.</p>
<p><b>Obligations Crédit :</b> Les marges de crédit des obligations sont brusquement et fortement reparties à la hausse en août, suivant en cela la dégradation des valorisations des marchés d'actions. Les investissements en portefeuille sont affectés dans leur valorisation et tout particulièrement les emprunts subordonnés, mais aucun émetteur ne cause aujourd'hui d'inquiétude particulière quant au remboursement du principal des titres en portefeuille. Etant déjà bien investis, l'encours de cette poche devrait donc peu évoluer, en dehors d'arbitrages ponctuels, notamment pour « rallonger » les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans.</p>	<p><b>Obligations Crédit :</b> Les marges de crédit des obligations sont brusquement et fortement reparties à la hausse en août, suivant en cela la dégradation des valorisations des marchés d'actions. Les investissements en portefeuille sont affectés dans leur valorisation et tout particulièrement les emprunts subordonnés, mais aucun émetteur ne cause aujourd'hui d'inquiétude particulière quant au remboursement du principal des titres en portefeuille. Etant déjà bien investis, l'encours de cette poche devrait donc peu évoluer, en dehors d'arbitrages ponctuels, notamment pour « rallonger » les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans.</p>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Après le repositionnement du portefeuille d'OPCVM d'obligations sur deux nouveaux fonds en avril, il n'est pas prévu de mouvement sur cette poche.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Après le repositionnement du portefeuille d'OPCVM d'obligations sur deux nouveaux fonds en avril, il n'est pas prévu de mouvement sur cette poche.</p>
<p><b>Actions :</b> La baisse des valorisations a réduit notre exposition globale aux actions à fin août en-dessous de l'allocation stratégique, pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2 ans.</p>	<p><b>Actions :</b> A ce jour (au 9 septembre), la baisse sensible des valorisations a réduit notre exposition globale aux actions en-dessous de l'allocation stratégique, pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2 ans.</p>
<p><b>Actions européennes :</b> Plus encore que celles des autres zones, elles bénéficient d'une valorisation très attractive en terme absolu, même si les perspectives de croissance se sont dégradées et que le contexte d'incertitude sur la gouvernance européenne perdure dans les prochains trimestres. Des achats de trackers sur indices européens pourront être réalisés sur de nouveaux niveaux plus bas de l'année.</p>	<p><b>Actions européennes :</b> Plus encore que celles des autres zones, elles bénéficient d'une valorisation très attractive en terme absolu, même si les perspectives de croissance se sont dégradées et que le contexte d'incertitude sur la gouvernance européenne perdure dans les prochains trimestres. Des achats de trackers sur indices européens ont été réalisés sur des niveaux estimés attractifs (15 m€ en août et 30 M€ entre le 6 et le 12 septembre). L'atmosphère de crise de la gouvernance européenne rend pour l'instant difficile la détermination de nouveaux niveaux</p>

	d'intervention.
<b>Actions américaines :</b> La performance relative de cette poche s'est avérée décevante depuis 18 mois, et le travail va porter sur le prochain lancement d'un appel d'offres, pour remplacer plusieurs des gérants (fonds dédiés et ouverts). Le nombre de gérants sera plutôt réduit.	<b>Actions américaines :</b> La performance relative de cette poche s'est avérée décevante depuis 18 mois. Le lancement d'un appel d'offres pour remplacer plusieurs gérants (fonds dédiés et ouverts) est acté avec, au final, un nombre de gérants plutôt réduit.
<b>Actions reste du monde :</b> Pour des raisons qui n'ont pas changé depuis plusieurs trimestres, cette zone a vocation à rester surpondérée. Des arbitrages pourront cependant être faits en cas de variation forte (à la hausse ou à la baisse) de ces marchés relativement à ceux des pays occidentaux.	<b>Actions reste du monde :</b> Pour des raisons qui n'ont pas changé depuis plusieurs trimestres, cette zone a vocation à rester surpondérée. Des arbitrages pourront cependant être faits en cas de variation forte (à la hausse ou à la baisse) de ces marchés relativement à ceux des pays occidentaux.
<b>Multigestion alternative :</b> Un ordre de rachat du dernier fonds de fonds a été passé en août, et sera effectif à fin septembre pour un règlement en octobre. Cette poche ne comportera donc plus qu'un reliquat de structures de cantonnement en liquidation.	<b>Multigestion alternative :</b> Un ordre de rachat du dernier fonds de fonds a été passé en août et sera effectif à fin septembre pour un règlement en octobre. Cette poche ne comportera donc plus qu'un reliquat de structures de cantonnement en liquidation.
<b>Gestion diversifiée :</b> Cette poche reste en analyse permanente, tant de nouveaux gérants que des existants, mais il n'est prévu aucun mouvement à l'horizon du trimestre.	<b>Gestion diversifiée :</b> Cette poche reste en analyse permanente, tant auprès de nouveaux gérants que des existants, mais il n'est prévu aucun mouvement à l'horizon du trimestre.
<b>Matières premières :</b> Cette poche a été renforcée début avril, et il n'est pas envisagé de modifier son allocation d'ici à la fin de l'année.	<b>Matières premières :</b> Cette poche a été renforcée début avril, et il n'est pas envisagé de modifier son allocation d'ici à la fin de l'année.
<b>Private equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Les gérants que nous avons choisis dans cette classe d'actifs ont bien résisté à la crise de fin 2008-2009 et nous donnent satisfaction. Leurs appels de fonds récents montrent une activité d'investissement satisfaisante. Le rythme des distributions va progressivement s'accélérer, comme prévu. Nous continuons d'analyser de nouveaux dossiers, et pourrions prochainement prendre un nouvel engagement auprès d'un gérant déjà en portefeuille.	<b>Private equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Les gérants que nous avons choisis dans cette classe d'actifs ont bien résisté à la crise de fin 2008-2009 et nous donnent satisfaction. Leurs appels de fonds récents montrent une activité d'investissement satisfaisante. Le rythme des distributions va progressivement s'accélérer, comme prévu. Nous continuons d'analyser de nouveaux dossiers, et pourrions prochainement prendre un nouvel engagement auprès d'un gérant déjà en portefeuille.

<b>Séance du 28 novembre 2011</b>	
<i>Les écarts entre document préparatoire et rapport de la commission financière sont surlignés en jaune</i>	
<b>Document préparatoire</b>	<b>Rapport de la commission financière</b>
<p><b>Monétaire :</b> Si la BCE a entamé en avril un cycle de relèvement monétaire, la dégradation de la conjoncture économique et les politiques de rigueur annoncées par plusieurs états européens l'a conduite, début novembre, à baisser son principal taux directeur de 25 points de base à 1,25%.</p> <p>Malgré la faiblesse des taux monétaires, cette poche évoluera en fonction d'éventuelles opportunités de marché ; elle restera plutôt à un niveau élevé et ne se réduira en dessous d'un niveau de 5% des réserves qu'en cas de réduction claire des incertitudes de marchés.</p>	<p><b>Monétaire :</b> Malgré la faiblesse des taux monétaires, cette poche évoluera en fonction d'éventuelles opportunités de marché. Elle restera plutôt à un niveau élevé et ne se réduira en dessous d'un niveau de 5% des réserves qu'en cas de réduction claire des incertitudes de marchés.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Les taux allemands restent en 2011 sur des plus bas historiques avec un « Bund » à 10 ans qui s'établit autour de 1,8% mi novembre. Dans un contexte de crise dont le processus de résolution sera long et douloureux, les obligations allemandes apparaissent comme une valeur refuge.</p> <p>La France a vu ses taux à 10 ans s'écarter fortement de ceux l'Allemagne avec un spread dépassant 190 points de base, plus haut historique depuis la création de l'euro, avant de refluer légèrement ces derniers jours.</p> <p>Devant la difficulté d'anticiper des évolutions souvent contraires à une logique « classique », l'objectif est de rester neutre en duration par rapport à notre benchmark.</p> <p>Les positions sur l'Italie et l'Espagne ayant été soldées à la fin de l'été, le portefeuille de titres d'États est constitué comme suit à ce jour : 49% du portefeuille d'obligations gouvernementales investi sur la France, 19% sur l'Allemagne et 32% sur l'UE et les états notés AAA.</p> <p>Les obligations allemandes et néerlandaises sont peu rémunératrices par rapport aux obligations françaises. Un allègement pourra être envisagé si la situation économique de l'Europe s'éclaircit.</p> <p>Au-delà du maintien d'une exposition aux titres de l'État français, « naturelle » pour une caisse de retraite française, la composition géographique du portefeuille évoluera en cas de changement notable de l'aversion au risque.</p>	<p><b>Obligations gouvernementales à taux fixe :</b> Devant la difficulté d'anticiper des évolutions souvent contraires à une logique « classique », l'objectif est de rester neutre en duration par rapport à notre benchmark.</p> <p>Les positions sur l'Italie et l'Espagne ont été soldées à la fin de l'été et le portefeuille de titres d'États est constitué comme suit à ce jour : 49% du portefeuille d'obligations gouvernementales investi sur la France, 19% sur l'Allemagne et 32% sur l'UE et les états notés AAA.</p> <p>Au-delà du maintien d'une exposition aux titres de l'État français « naturelle » pour une caisse de retraite française (même si cette position peut s'avérer pénalisante par rapport à notre indice de référence), la composition géographique du portefeuille n'évoluera qu'en cas de changement notable de l'aversion au risque.</p>
<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Les niveaux anticipés d'inflation commencent à être « bon marché ». Dans ce contexte les obligations indexées sur l'inflation</p>	<p><b>Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation :</b> Les niveaux anticipés d'inflation commencent à être « bon marché ». Dans ce contexte les obligations indexées sur l'inflation</p>

<p>deviennent de nouveau attractives et on pourra être amené à arbitrer des OAT à taux fixe contre un investissement en OAT indexées. Le portefeuille est actuellement sous pondéré sur cette classe d'actifs par rapport à notre benchmark.</p>	<p>deviennent de nouveau attractives et on pourra être amené à arbitrer des OAT à taux fixe contre un investissement en OAT indexées. Le portefeuille est actuellement sous pondéré sur cette classe d'actifs par rapport à notre benchmark.</p>
<p><b>Obligations Crédit :</b> Les marges de crédit des obligations restent élevées. Les investissements en portefeuille sont affectés dans leur valorisation et tout particulièrement les emprunts subordonnés. Les émetteurs en portefeuille ne causent pas aujourd'hui d'inquiétude particulière quant au remboursement du principal des titres à l'exception d'une émission Dexia (7,3 M€ en valeur de marché au 31/12/2010). Etant déjà bien investis, l'encours de cette poche devrait donc peu évoluer, en dehors d'arbitrages ponctuels, notamment pour « rallonger » les obligations du portefeuille de maturités courtes sur des maturités de 4 ou 5 ans.</p>	<p><b>Obligations Crédit :</b> Les marges de crédit des obligations restent élevées. Les investissements en portefeuille sont affectés dans leur valorisation et tout particulièrement les emprunts subordonnés. Les émetteurs en portefeuille ne causent pas aujourd'hui d'inquiétude particulière quant au remboursement du principal des titres à l'exception d'une émission Dexia. Etant déjà bien investis et après débat au sein de la commission financière, l'encours et la composition de cette poche devraient donc peu évoluer et le risque de crédit ne sera pas augmenté.</p>
<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Après le repositionnement du portefeuille d'OPCVM d'obligations sur deux nouveaux fonds en avril, il n'est pas prévu de mouvement sur cette poche.</p>	<p><b>OPCVM Obligations Convertibles :</b> Après le repositionnement du portefeuille d'OPCVM d'obligations sur deux nouveaux fonds en avril, il n'est pas prévu de mouvement sur cette poche.</p>
<p><b>Actions :</b> Nous avons mis à profit la baisse des marchés cet été pour renforcer notre exposition au marché européen, par le biais d'achats de trackers. Notre choix s'est porté sur cette zone géographique du fait de la faible valorisation des actions européennes tant vis-à-vis de ses pairs que d'un point de vue historique. A fin octobre le portefeuille global est légèrement surpondéré. Par zone géographique, l'Europe reste souspondérée à l'inverse des actions américaines et reste du monde.</p>	<p><b>Actions :</b> Nous avons mis à profit la baisse des marchés cet été pour renforcer notre exposition au marché européen, par le biais d'achats de trackers. Notre choix s'est porté sur cette zone géographique du fait de la faible valorisation des actions européennes tant vis-à-vis de ses pairs que d'un point de vue historique.</p>
<p><b>Actions européennes :</b> Dans la continuité de la prise partielle de profit réalisée fin octobre, et sur rebond du marché, nous envisageons de vendre à nouveau des trackers afin de cristalliser une plus-value.</p>	<p><b>Actions européennes :</b> Dans la continuité de la prise partielle de profit réalisée fin octobre, et sur rebond du marché, nous envisageons de vendre à nouveau des trackers afin de cristalliser une plus-value.</p>
<p><b>Actions américaines :</b> Nous avons lancé fin septembre un appel d'offres pour remplacer plusieurs de nos gérants. La décision finale et les arbitrages de sortie de certains de nos fonds actuels sont prévus pour fin 2011-début 2012.</p>	<p><b>Actions américaines :</b> Nous avons lancé fin septembre un appel d'offres pour remplacer plusieurs de nos gérants. Les oraux se sont déroulés fin novembre pour 4 sociétés de gestion présélectionnées. Courant décembre les études de complémentarité de portefeuille, d'analyse des risques, de diversification de styles de gestion seront menées afin d'aboutir fin décembre à la construction du portefeuille souhaité. Sa mise en œuvre se déroulera sur janvier - février 2012. Au global nous réduirons d'au moins 1 le nombre de nos gérants actions US.</p>

<p><b>Actions reste du monde :</b> Pour des raisons qui n'ont pas changé depuis plusieurs trimestres, cette zone a vocation à rester surpondérée. Des arbitrages pourront cependant être faits en cas de variation forte (à la hausse ou à la baisse) de ces marchés relativement à ceux des pays occidentaux.</p>	<p><b>Actions reste du monde :</b> Cette zone a vocation à rester surpondérée par rapport à l'allocation stratégique (4,5% à fin octobre pour une allocation à 3%). Des arbitrages seront réalisés en cas de variation forte (à la hausse ou à la baisse) de ces marchés relativement à ceux des pays occidentaux.</p>
<p><b>Multigestion alternative :</b> Cette poche ne comporte plus qu'un reliquat de structures de cantonnement en liquidation.</p>	<p><b>Multigestion alternative :</b> Cette poche ne comporte plus qu'un reliquat de structures de cantonnement en liquidation.</p>
<p><b>Gestion Diversifiée :</b> Cette poche reste en analyse permanente, tant de nouveaux gérants que des existants, mais il n'est prévu aucun mouvement à l'horizon du trimestre. Nous mettons sous surveillance le fonds Convictions Premium en raison de sa contre-performance depuis l'été.</p>	<p><b>Gestion diversifiée :</b> Cette poche reste en analyse permanente, tant de nouveaux gérants que des existants, mais il n'est prévu aucun mouvement à l'horizon du trimestre. Nous mettons sous surveillance le fonds Convictions Premium en raison de sa contre-performance depuis l'été.</p>
<p><b>Matières premières :</b> Cette poche a été renforcée début avril, et il n'est pas envisagé de modifier son allocation d'ici à la fin de l'année.</p>	<p><b>Matières premières :</b> Depuis le renforcement début avril, le contexte économique a changé. L'allocation pourrait rester inchangée à court terme mais être revue à la baisse.</p>
<p><b>Private Equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Les gérants que nous avons choisis dans cette classe d'actifs continuent de résister aux crises qui se succèdent depuis 2008. Le rythme soutenu des appels de fonds que nous avons connus jusque là s'est ralenti. Dans un contexte économique incertain le volume d'activité se réduit et la qualité des dossiers retenus par nos gérants restent un critère fondamental.</p>	<p><b>Private equity (non coté, ou capital investissement) :</b> Les gérants continuent de bien résister aux crises qui se succèdent depuis 2008. Dans un contexte économique incertain le rythme des appels de fonds se ralentit. Le volume d'activité se réduit et la qualité des dossiers retenus par nos gérants restent un critère fondamental dans nos choix d'investissements.</p>

## Annexe 6. Revue des documents fournis à la commission financière

- [98] La mission a procédé à la revue des documents soumis à la commission financière pour les années sous contrôle (de la commission du 1/3/2006 à celle du 25/1/2012).
- [99] Sont présentés de manière régulière et selon un ordre du jour stable à la commission des éléments retraçant la conjoncture économique, la gestion du portefeuille (composition, allocation des actifs, les mouvements dans les différentes poches, l'analyse de la performance) et la politique d'investissement proposée.
- [100] Par ailleurs la commission est informée des contrôles effectués. Les informations fournies sont nombreuses on peut toutefois relever que la notion de risque associé au portefeuille et aux choix proposés est très rarement évoquée au contraire de la performance.
- [101] La mission a relevé pour chaque commission des sujets traités et documents fournis spécifiques. Sont indiquées en gras les références faites à la notion de risque du portefeuille.

Tableau 13 : Eléments spécifiques évoqués dans les documents fournis à la commission financière

Date		Doc au dossier
1/03/06	Compte rendu de l'audit Fixage des opérations financières et des procédures deuxième semestre 2005	X
31/5/06	Examen intérêt du capital investissement (capital risque, acquisition de transmission,..)	
6/9/06	Même sujet proposition d'investissement de 110-140 M	
29/11/2006		
29/11/06	Explication changements fonds de gestion déléguée : pour un fonds qui « <i>nous paraissait offrir un meilleur potentiel en raison de leurs moindres contraintes de gestion</i> »  Allocation stratégique avec référence à l'étude Fixage de 2005 qui préconisait une évolution significative	X
6/3/2007	Capital investissement compte rendu sur la sélection de deux fonds et proposition d'investissement supplémentaire	
5/6/2007	Comparaison de performances des caisses de retraite complémentaires 2005-2006	x
11/9/2007		
11/3/08	<b>Glossaire des indicateurs de risques et indicateurs de risque et présentation d'un reporting du 31/12/2007 comportant des analyses de risque</b>	x
3/6/08	Analyse des offres pour le renouvellement du CAC	
9/9/08	Exposé en séance du directeur sur la réglementation applicable aux placements	
	Rapport annuel d'activité du contrôleur interne externalisée	x
23/10/2008	Commission financière extraordinaire	
1/12/08	Procédures financières	x

	Choix de sociétés de gestion d'action européennes	
2/2/2009	Demande d'une comparaison annuelle des performances et des risques 2008 avec d'autres caisses de retraite pas satisfaite en l'absence de données Agirc Arrco	
14/9/2009	Propositions pour une politique d'investissement dans les infrastructures Politique d'exercice des droits de vote	X
30/11/2009	Proposition d'allocation stratégique 2010 évaluation de la performance et de la <b>volatilité</b>	
24/3/2010	<b>Analyse de la performance et de la volatilité</b>	X
7/6/2010	Comparaison de la performance avec d'autres institutions de retraite <b>pas fait de photocopie intérêt ?</b>	
13/9/2010	« <i>La poche d'obligations gouvernementales à taux fixes fortement surperformé son indice de référence (4,74% contre 1,72%. Cette surperformance s'explique par le positionnement (...) sur des tires de duration supérieure à celle de l'indice de référence (...)</i> » s'ajoute aussi la dépréciation d'obligations des PIGS sous pondérées dans le portefeuille par rapport à l'indice de référence. <b>à examiner ?</b>	X
30/11/2010		
24/3/2011	Politique d'investissement sur les obligations souveraines Etude Altia synthèse de simulations	X
6/6/2011	Définition politique sur les obligations gouvernementales à taux fixe Propositions de limites sur la gestion obligataire	X x
12/9/2011		
26/11/2011		
25/1/2012	Actions US sélection de nouveaux gérants action et réorientation du portefeuille vers un style de gestion croissance Explication de la sotire du fond L Select US growth « <i>Même si ce fond surperforme notre indice de référence cette années, son positionnement sur le style de gestion « croissance » aurait du lui permettre d'afficher de meilleures performances d'autant plus qu'il avait été très décevant l'an dernier</i> » Etude montre une forte corrélation des fonds	X

Source : Revue IGAS des documents fournis par la CRPN

[102] Lors de la réunion de la CF du 11/3/08 sont présentées des données d'un reporting au 31/12/2007 le ratio de sharpe du portefeuille, la volatilité à trois ans des classes d'actif, la VAR des indices de l'allocation stratégique depuis le 31/12/1998 et depuis le 31/12/04 et le tracking error ex post du portefeuille sur trois ans. **Tels que fournis et sans explications supplémentaires importantes les documents ne répondent pas aux besoins et aux capacités d'un administrateur non spécialiste en particulier car ils ne donnent aucune référence permettant d'apprécier les chiffres donnés.**

[103] En annexe des documents fournis pour la CF du 24 mars 2010 figure une analyse des performances et de la volatilité sur la période décembre 2002- février 2010. Le graphique donne la performance cumulée et montre que sur ce critère la CRPN est au dessus de l'indice mais le rejoint à partir de la période baissière entamée au second semestre 2007. Cette présentation est trompeuse car elle ne montre pas que le fait que la performance cumulée rattrape celle de l'indice après plusieurs années de surperformance suppose que la CRPN fait moins bien que l'indice en période de baisse. Les données ne sont pas cachées mais figurent dans un tableau qui a moins de chance d'être lu.

Tableau 14 : Analyse des performances décembre 2002-février 2010

Période	CRPN	Benchmark
Totale annualisée	6,32%	5,92%
2010	0,81	0,69
6 mois	5,59	4,44
1 an	22,11	20,90
3 ans	<b>-4,69</b>	<b>-2,79</b>
5 ans	13,87	13,73

Source : DOC CF 24 mars 2010

- [104] Pendant la période sont fournis aux administrateurs trois analyses comparatives.
- [105] La comparaison des performances avec des caisses de retraite complémentaire de 2005-2006 montre que la CRPN a une performance supérieure à celles des caisses qui ont une part de leur portefeuille en action moindre et comparable à celles dont la part est elle aussi comparable. Complétant l'analyse les nuages de points sur un graphe plaçant en abscisse le pourcentage d'actifs « non inclus dans la poche taux » et en ordonnée la performance montre une forte corrélation eu un rendement supérieur des caisses sont la part des actifs non inclus est plus forte.
- [106] On constate la même chose pour la comparaison sur les années 2007, 2008 et 2009 la corrélation jouant dans les deux sens à la hausse en 2007 et 2009, à la baisse en 2008.
- [107] **Ces deux études confortent l'opinion que la CRPN ayant un portefeuille plus risqué a des gains plus importants en période de hausse et des pertes plus importantes en période de baisse.**
- [108] Le benchmark AFII 2011 apporte les éléments suivants :
- L'allocation stratégique fait une part nettement plus importante aux actions et à l'immobilier ;
  - La gestion du portefeuille action se caractérise par une part significativement plus importante du style de gestion mixte tant par rapport aux fonds de retraite que de l'ensemble ;
  - La zone Amérique du Nord est surreprésentée dans le portefeuille actions ;
  - Les obligations détenues sont moins bien cotées que la moyenne (plus de A et BBB moins de AAA et AA) ;
  - La part des obligations souveraines est un peu moins importante et consécutivement celle des obligations corporate investment grade plus élevée ;
  - La CRPN conserve encore une proportion un peu plus importante d'habitations dans ses actifs immobiliers; et a un portefeuille plus situé en Ile de France
  - Elle n'a pas mis en place de programme d'ISR
  - Les tendances comparées à celles des autres fonds de retraites ne sont différentes que pour les actions avec une baisse prévue mais cela traduit un alignement vers la moyenne ;
  - La part de gestion déléguée est plus faible et assurée à 100% par des sociétés externes alors que plus de 40% des actifs sont en moyenne confiés à des sociétés filiale du groupe pour les institutions de la famille retraite/prévoyance ;



## Annexe 7. Le contrôle interne

- [109] Les définitions du contrôle interne sont nombreuses et ont eu le plus souvent comme auteurs des organisations professionnelles de comptables. Il en est ainsi de la définition du contrôle interne donnée en 1977 par le Conseil de l'Ordre des Experts Comptables : « *le contrôle interne est l'ensemble des sécurités contribuant à la maîtrise de l'entreprise. Il a pour but d'un côté d'assurer la protection, la sauvegarde du patrimoine et la qualité de l'information, de l'autre l'application des instructions de la Direction et de favoriser l'amélioration des performances. Il se manifeste par l'organisation, les méthodes et les procédures de chacune des activités de l'entreprise, pour maintenir la pérennité de celle-ci* ».
- [110] Ainsi, le contrôle interne n'est pas une fonction spécifique de l'entité considérée mais une préoccupation, celle de disposer des sécurités adéquates dans la gestion de l'organisme.
- [111] En 1997, le règlement 97/02 du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière est venu par la suite préciser les éléments qui doivent composer le dispositif de contrôle interne des établissements de crédit :
- « *un système de contrôle des opérations et des procédures internes ;*
  - *une organisation comptable et de traitement de l'information ;*
  - *des systèmes de mesure des risques et des résultats ;*
  - *des systèmes de surveillance et de maîtrise des risques ;*
  - *un système de documentation et d'information ;*
  - *un système de surveillance des flux d'espèces et des titres ».*
- [112] La plupart des autres secteurs d'activité n'étant pas soumis à une telle réglementation, la majorité des sociétés et organismes français ont mis en place leur propre dispositif de contrôle interne sans s'appuyer sur un référentiel spécifique.
- [113] Le référentiel le plus répandu est, sans conteste, le document américain publié en 1992 et intitulé « *Internal Control – Integrated Framework* », plus connu sous l'appellation de COSO, acronyme de « *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*<sup>4</sup> », du nom du comité qui l'a conçu.

### **1. LE DISPOSITIF DE CONTROLE INTERNE MIS EN PLACE PENDANT LA PERIODE SOUS REVUE ETAIT TROP LIMITE**

#### ***1.1. Les dispositions du règlement financier***

- [114] Le contenu et l'organisation du contrôle interne sont décrits dans le règlement financier dans sa version du 2/12/2004.
- [115] Ce règlement indique que le contrôle interne « évalue et travaille par rapport à un référentiel » qui est décrit « dans le manuel de procédure » qui constitue la partie III de ce même règlement.

---

4 Le COSO est un référentiel de contrôle interne défini par le Committee Of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Il est utilisé notamment dans le cadre de la mise en place des dispositions relevant des lois Loi Sarbanes-Oxley, SOX ou Loi de sécurité financière, LSF, pour les entreprises assujetties respectivement aux lois américaines ou françaises. Le référentiel initial appelé COSO 1 a évolué depuis 2002 vers un second corpus dénommé COSO 2.

- [116] Ce référentiel ne constitue pas une analyse de risque mais une liste de contrôles à effectuer et ne peut donc être considéré comme un référentiel d'audit. (Cf. notamment norme audit interne **2010.AI** – *Le programme des missions d'audit interne doit s'appuyer sur une évaluation des risques réalisée au moins une fois par an et tenir compte du point de vue de la Direction Générale et du Conseil*).
- [117] Le règlement prévoit (principes généraux) des notices de procédures validées par la direction et actualisées en tant que de besoin.
- [118] Le règlement comporte un manuel de procédure datant de 2004 il n'a pas été depuis lors mis à jour sur ce point.

## **1.2. Le contrôle interne dans les rapports d'activité**

- [119] Le rapport d'activité comporte chaque année des développements sur le contrôle interne.
- [120] Le rapport d'activité de 2006 indique que « *les missions du contrôle interne se sont étendues progressivement à l'ensemble des activités de la caisse* », une cartographie des risques de la gestion du régime a été réalisée en 2006. Il a été effectué une « revue » des dispositifs de contrôle interne. Aucune cartographie n'a été fournie à la mission et le directeur a expliqué que le contrôleur interne recruté initialement pour couvrir le seul volet placements mobiliers a élargi son champ à l'immobilier puis à la gestion du régime. En 2006 il avait travaillé sur les risques de cette dernière gestion mais n'avait pas produit une cartographie des risques au sens plein de ce terme.
- [121] Le contrôleur interne est parti en 2007 ce qui a conduit à la caisse à séparer le contrôle interne en deux volets : le contrôle des opérations du portefeuille financier, externalisé, celui des opérations du régime et la gestion immobilière à une salariée de la caisse « ayant une longue expérience immobilière »
- [122] En 2008 il est rendu compte du compte rendu des travaux de M.DEVAUX, le rapport portant sur la période été 2007 et juin 2008 a été soumis à la commission financière du 9 septembre 2008. Le rapport du second semestre est annexé au rapport (il n'y a rien dans le rapport qui nous a été fourni y a-t-il des annexes à ce rapport qui ne nous ont pas été fournies.
- [123] **Les rapports 2009 et 2010 comportent le même développement « Le rapport de M. Marc DEVAUX (MDCCI) sur le contrôle interne des opérations de portefeuille financier pour l'exercice (..) figure en annexe (page 86 à 88) ». Les pages en question du document qui nous ont été fournies tant en 2009 qu'en 2010 ne comportent pas ces informations.**<sup>5</sup>
- [124] **Le rapport 2011 s'agissant du financier fait état de la mission générale de MDCCI et de deux missions complémentaires ; une revue de la tenue des dossiers juridiques avec les différents prestataires, d'une part, une revue des procédures opérationnelles d'autre part. Les rapports correspondant à ces missions sont joints au document.**

## **1.3. Le dispositif mis en place pendant la période sous revue**

### **1.3.1. Le contrôle interne au service financier**

- [125] Il a été fourni à la mission le descriptif des 22 procédures suivantes<sup>6</sup> à part deux dont la date de création mentionnée est 2002 et trois pour lesquelles il est mentionné une mise à jour en 2010 sans date de création l'essentiel des procédures (17/22 soit 77%) ont été créées en 2011.

Tableau 15 : Liste des procédures fournies

<sup>5</sup> En 2009 comme en 2010 figurent à ces pages les données employeurs nombre et masse salariale et répartition des cotisations

<sup>6</sup> Dont la numérotation comporte des bris de séquence

	Procédure	Action	Date
CI 001	Ordre de bourse (I) : Contexte d'exécution	mise à jour	21/07/2010
CI 001	Ordre de bourse (II) : Conditions de négociation	mise à jour	21/07/2010
CI 001	Ordre de bourse (III) : Liasse de bourse	mise à jour	21/07/2010
CI 003	Traitement des OST	mise à jour	nov-11
CI 004	Qualité de l'exécution des transactions de bourse	mise à jour	nov-11
CI 005	Rapprochement inventaire dépositaire – CRPN :	Création MAJ	26/04/2002 18/03/2011
CI 011 II	Contrôle du log d'erreurs Finalim :	création  mise à jour	  26/04/2002 08/03/2011
CI 014	Contrôle de l'intégration des cotations d'actifs :	création	08/03/2011
CI 015	Contrôle de génération des écritures Apollo vers Agresso :	création	08/03/2011
CI 016	Contrôle des cotations d'actifs dans Apollo: CI-016	création	08/03/2011
CI 017	Contrôle des coupons courus dans Apollo: CI-017	création	08/03/2011
CI 018	Contrôle des avis d'opérés BPSS : CI-018	création	24/02/2011
CI 019	Contrôle de conformité portefeuille Apollo et comptabilité générale : CI-019	création	08/03/2011
CI 020	Contrôle des mouvements Apollo en comptabilité générale : CI-020	création	24/02/2011
CI 201	Rapprochement inventaire comptable BPSS – CRPN :	création	18/03/2011
CI 022	Calcul de la provision pour dépréciation :	création	29/03/2011
CI 023	Calcul des gains d'indexation	création	29/03/2011
CI 024	Calcul des gains d'indexation : CI-023	création	29/03/2011
CI 025	Valorisation FCPR libéré partiellement : CI-024	création	29/03/2011
C 026	Gestion de la trésorerie : CI-025	création	14/04/2011
CI 027	Transmission des ordres sur OPCVM : CI-026	création	14/04/2011
CI 028	Suivi des engagements hors bilan : CI-027	création	29/04/2011
CI 029	Rapprochement Bancaire : CI-028	création	25/10/2011
CI 030	Rapprochement Bancaire : CI-028	création	25/10/2011

Source : Exploitation IGAS des fiches de procédures fournies

- [126] Cet état des lieux est documenté par le rapport MDCCI de mars 2012 celui-ci 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. »
- [127] Les recommandations faites sont d'inclure : la conservation des données, le contrôle de deuxième niveau si pertinent, la date de création et de mise à jour, le nom du rédacteur et du responsable ayant revue et approuvé la procédure, montrent la faiblesse du dispositif antérieur.

### 1.3.2. Les contrôles externalisés des opérations financières et des procédures

[128] Ont été fournis les rapports<sup>7</sup> produits par la société Fixage en 2006 et ceux de la société MDCCI. Les documents fournis montrent que ces contrôles portent sur le second semestre 2005, puis, avec une interruption entre janvier 2006 et septembre 2007 sur le reste de la période.

Tableau 16 : Liste des documents fournis

Document	Producteur	Période couverte	Date document
Rapport	Fixage	Deuxième semestre 2005	8/3/06 (rapport) 27/2/06 (note)
Rapports	MDCCI	Septembre octobre 2007 novembre décembre 2007	Novembre 2007 Mai 2008
		2008	Plusieurs rapports dates différentes
		2009	
		2010	
		2011	

Source : IGAS

### 1.3.3. Fixage

[129] La mission porte sur « le contrôle des opérations financières en double du contrôle interne » et « un audit des procédures appliquées dans le service financier ».

[130] Le contrôle FIXAGE porte en premier lieu sur 63 opérations sur 221, hors opérations sur OPCVM de trésorerie (28,5%) portant sur 40 des 118 instruments financiers utilisés (34%). Le rapport ne relève pas d'opérations qui auraient été faites en dehors des conditions du marché.

[131] Il a aussi été fait l'audit de trois procédures écrites et datées d'août 2005 portant sur les ordres de bourse : contexte d'exécution, conditions de négociation, liasse de bourse. Le rapport indique que les trois procédures appellent deux remarques :

- L'horodatage est manuel : le délai de saisie dans Apollo ne peut être vérifié ;
- La procédure conditions de négociations attribue un rôle d'exécution des opérations au middle office qui a aussi un rôle de saisie et de contrôle des opérations ce qui n'est pas une procédure standard même dans les petites structures de gestion ; par ailleurs la hiérarchie de passation des ordres en cas d'absence n'a pas été incluse dans la procédure

[132] La conclusion est néanmoins que « *les procédures sont conformes aux bonnes pratiques professionnelles et sur la base des éléments qui nous ont été fournis, nous n'avons pas relevé de non respect des procédures écrites* »

[133] Enfin les procédures de mesure et d'attribution de la performance ont été auditées. Le constat fait est le suivant : une procédure lourde et partiellement manuelle (resaisie des montants à payer et à recevoir), les méthodes employées (TRI) sont correctes mais ne correspondent pas aux recommandations de l'AIMR/GPS. Les recommandations formulées ne sont pas reprises ici.

[134] Le résumé de la mission produit le 27/2/2006 probablement pour le dossier du CA du 9 mars 2006 reprend pour le calcul de performance uniquement : l'utilisation de calculs géométriques et le calcul annuel des performances mensuelles en introduisant si nécessaire des valorisations intermédiaires (en cas de mouvement dépassant 5% de la classe d'actif. Une présentation au CA du 9 mars est fait et il est indiqué que ces recommandations seront mise en œuvre.

<sup>7</sup> Le terme rapport est utilisé car il s'agit de rendre compte ils comportent toutefois un nombre limité de pages et relèveraient dans le vocabulaire administratif courant plus de notes

### 1.3.4. MD CCI

- [135] Par lettre du 11 juillet 2007 la société MD conformité et contrôle interne (MD CCI) propose de mettre à disposition M. Marc Devaux pour des missions de contrôle des opérations financières sur titres vifs et des missions d'audit plus large notamment d'adéquation et de conformité des procédures modes opératoires et produits traités allant jusqu'à « tout autre sujet que souhaitera couvrir le directeur de la caisse ».
- [136] Cette mission est confirmée par lettre du 24 janvier 2011 qui précise le contenu d'une mission de « contrôle permanent de deuxième niveau » et prévoit trois contrôles spécifiques pour l'année 2011 : revue des procédures, propositions de mise à jour, modifications et compléments ; contrôle de la bonne tenue des dossiers juridiques des fonds et de l'ensemble des prestataires ; contrôle et documentation des calculs de performance effectués en interne par le service financier. Cette nouvelle proposition prévoit la charge (7 jours par an pour le premier 5 jour pour les contrôles spécifiques 2011
- [137] Les rapports montrent un contrôle effectif et une extension de son champ au cours du temps.

Tableau 17 : Champ des missions de MD CCI

		2007	2008	2009	2010	2011
Contrôle des opérations financières sur titres vifs	Respect de la procédure de passation des offres	X	X	X	X	X
	Conformité des opérations au règlement financier	X	X	X	X	X
	Conditions d'exécution des ordres par les intermédiaires financiers	X	X	X	X	X
Formalisation des relations avec les prestataires externes	Conventions avec les intermédiaires de marché		X			
	Conventions avec les prestataires de service d'investissement en charge de la gestion déléguée		X			
	Existence de prospectus et mise à jour partie B		X		X	
	Frais de gestion prélevés				X	
Rapprochement des inventaires			X			X
Contrôle des actifs investis en FCPR						X

Source : IGAS

- [138] En 2008 la mission comporte la rédaction du cahier des charges et dépouillement de l'appel d'offres pour le contrôle et le suivi de la gestion déléguée
- [139] Les rapports faits font apparaître un réel contrôle des opérations et ne font pas apparaître d'anomalies notables. De ce fait nous n'avons pas documenté dans nos travaux la liste des recommandations et le suivi de leur mise en œuvre.

### 1.3.5. Les contrôles externalisés sur le contrôle et le suivi de la gestion déléguée

- [140] La CRPN confie à un prestataire le suivi des opérations de gestion déléguée dans un champ comparable à celui des opérations réalisées par elle. En 2011 MDCCI a fait un contrôle de deuxième niveau de ce champ.

#### **1.4. Le contrôle interne de l'immobilier**

- [141] Au départ du contrôleur interne qui avait dans son champ à la fois les placements mobiliers, l'immobilier et la gestion du régime, une personne venant de ce secteur dont la part de gestion directe avait été sensiblement réduite est venue reprendre la part de ses fonctions relatives au régime et à l'immobilier, avec un recentrage sur ce dernier domaine par la suite.
- [142] Forte d'une longue expérience dans ce domaine la personne en question a bénéficié de formations à l'IFACI sans aller jusqu'à rechercher un diplôme ou une certification. La nature des contrôles décrits lors d'un entretien et la confirmation par d'autres entretiens ne font pas apparaître une démarche suffisamment formalisée ; absence d'analyse des risques, de documentation des processus et donc des prérequis d'une activité de contrôle.

#### **1.5. Une absence d'analyse des risques financiers et, par conséquent, de contrôle interne et d'encadrement de ceux-ci.**

- [143] Comme rappelé en introduction à la présente annexe, le contrôle interne est un dispositif de l'organisme, défini et mis en œuvre sous sa responsabilité, qui vise à assurer :
- la conformité aux lois et règlements ;
  - l'application des instructions et des orientations fixées par la Direction Générale ;
  - le bon fonctionnement des processus internes, notamment ceux concourant à la sauvegarde de ses actifs ;
  - la fiabilité des informations financières ;
- et d'une façon générale, contribue à la maîtrise de ses activités, à l'efficacité de ses opérations et à l'utilisation efficiente de ses ressources.
- [144] Néanmoins, il convient de rappeler que les contrôles conduits par MDCCI font notamment écho au litige de 1999 avec le Crédit Agricole Indosuez Chevreux (CAIC) qui pratiquait à l'époque des marges abusives sur certaines opérations. Suite à négociation entre le Président de la caisse et les conseils de la CAIC, il avait été convenu de signer un protocole de transaction fixant l'indemnité à verser à la caisse à 17,0 M€ ; indemnité correspondant au préjudice subit. Ce protocole fut signé le 28 novembre 2000. De plus, la CAIC et ses agents responsables des marges exagérées furent sanctionnés par le Conseil des Marchés Financiers.
- [145] Parallèlement, au cours de l'année 2001, le chef service financier est soupçonné d'avoir organisé avec le Président de la société Global Equities un système permettant de pratiquer des frais de courtage de 2 % à 3 % par ordre de bourse en lieu et place des 0,10 % à 0,20 % habituellement pratiqués sur la place de Paris.
- [146] Le dispositif de contrôle interne aujourd'hui en place est en conséquence largement orienté vers le contrôle des opérations de bourse.
- [147] Les événements des années 2000 révèlent l'importance d'un contrôle interne prospectif ayant pour objectif d'anticiper et d'encadrer la réalisation des risques. Toutefois, en l'état actuel, la CRPN ne dispose ni d'une cartographie de ses risques financiers ni d'indicateurs de risque autres que les notes fournies par les agences de notation ni de limites -autres que par type de notation de crédit- visant à encadrer et limiter les risques encourus. Ces points illustrent le procédé de gestion des placements financiers adopté par la caisse guidé, en grande partie, par la recherche et le suivi de la performance desdits placements au détriment du suivi et de l'encadrement des risques générés par l'activité de gestion de ces placements.
- [148] En l'absence des référentiels et des indicateurs de risques explicités ci-dessus, il n'existe pas de gestion des risques ni de contrôle interne des risques financiers autres que ceux liés au risque opérationnel assurés par MDCCI. Ces manquements sont d'autant plus surprenants que le cabinet MDCCI dispose de la compétence permettant de conduire de telles analyses.

[149] Le contrôle interne ne peut se limiter à un ensemble de procédures ni aux seuls processus comptables et financiers. En raison de l'évolution permanente de l'environnement ainsi que du contexte réglementaire, l'organisme doit mettre en place des méthodes pour recenser, analyser et gérer les risques d'origine interne ou externe auxquels il peut être confronté et qui réduiraient la probabilité d'atteinte ses objectifs. Eu égard à l'importance de l'activité de placement, tant au regard des sommes mises en jeu, qu'à l'aléa inhérent à l'intervention sur les marchés financiers et aux ressources humaines affectées à cette activité, les risques encourus ne peuvent être négligés dans la mesure où leur réalisation peut peser sur l'équilibre de long terme du régime.

**2. UNE REFONTE DE L'ANALYSE DES RISQUES, DU CONTROLE INTERNE ET DE LA GOUVERNANCE EST EN COURS**

[150] La caisse a lancé en 2011 un projet de refonte globale de son contrôle interne et de sa gouvernance sur ce point.

[151] Elle a pour cela recruté une chargée de mission un poste de chargée de mission auprès de la présidente de la caisse (depuis le 1/4/2011). Mme FABRE qui était auparavant responsable de la politique du personnel navigant et de l'épargne salariale à Air France et était auparavant, à ce titre, administrateur de la caisse.

[152] Ses premiers travaux ont porté sur la réforme du régime en cours et un projet relatif à la gouvernance et au contrôle interne a démarré en septembre octobre 2011 par une phase interne de sensibilisation.

[153] Les attentes formulées par la présidente sont une modernisation de la gouvernance de la caisse et un meilleur reporting au conseil d'administration, aux commissions et aux responsables.

[154] Pour cette démarche la caisse est accompagnée par un cabinet de conseil (ALFI) retenu après l'examen de trois propositions. Les travaux ont, de manière pratique, commencé en janvier 2012.

**2.1. Une démarche complète**

[155] Le champ de cette mission est l'ensemble des métiers de la caisse (régime, immobilier et placements financier. La première étape de diagnostic est en cours et doit être présentée au conseil d'administration de juin 2012.

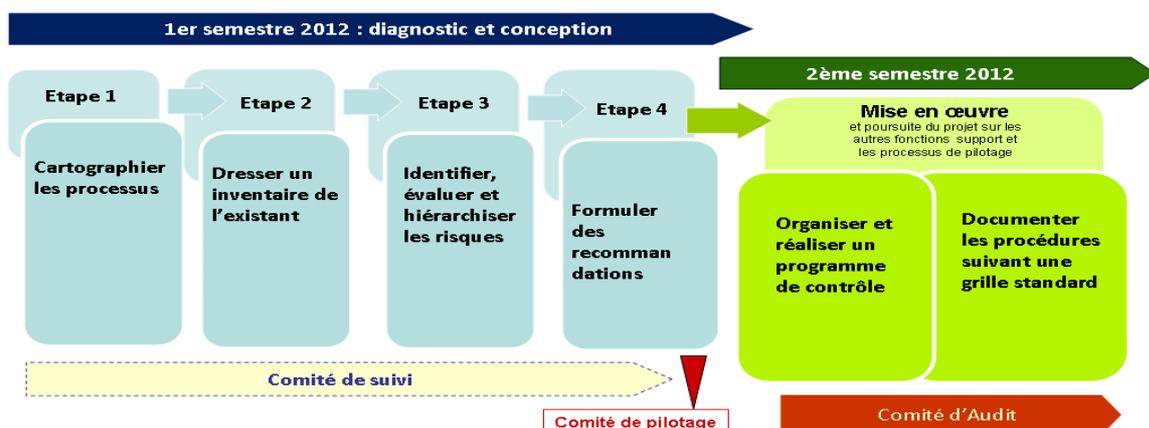
[156] Pour chaque métier de la caisse il est prévu quatre étapes : une cartographie des processus, des sous-processus et des tâches, l'identification et l'évaluation des risques, des recommandations et la définition d'un dispositif et d'une organisation cible.

[157] S'agissant de la gouvernance il est prévu de : mettre en place un comité d'audit au sein du conseil d'administration du mois de juin 2012 et de revoir le reporting fait aux différentes commissions .

Graphique 4 : Méthodologie du projet contrôle interne

**Présentation de la méthodologie**

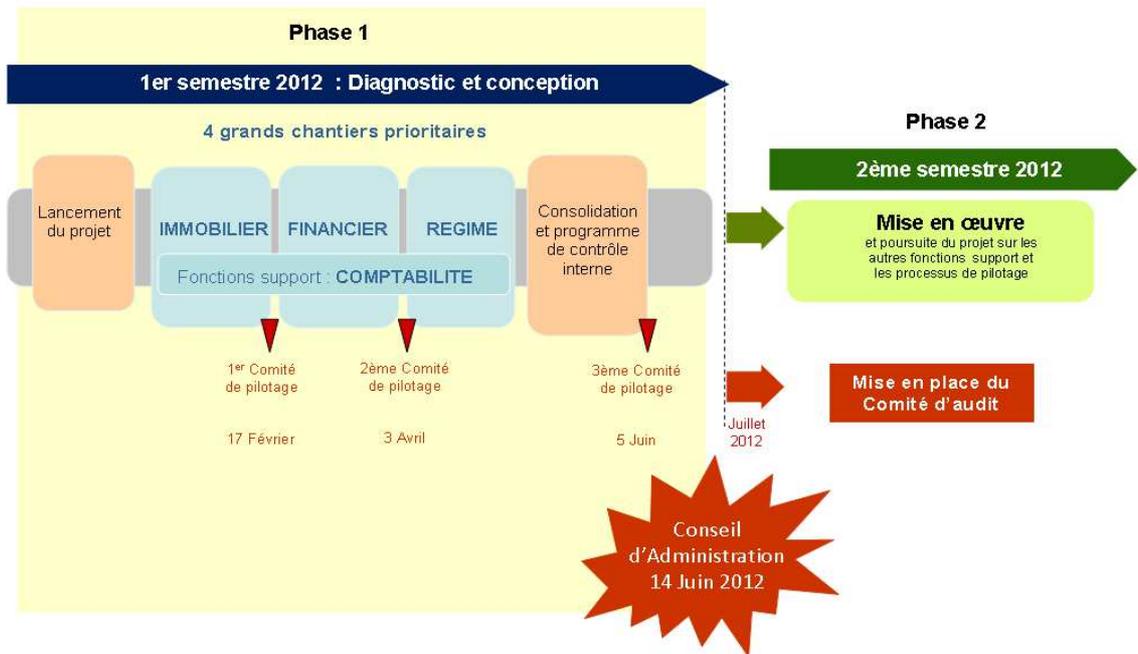
**Une démarche en 4 étapes** → vision globale  
 Appliquée à chaque chantier (Immobilier, Financier, Comptabilité, Régime)



Graphique 5 : Etapes et moyens

Présentation du projet et moyens mis en œuvre

Les chantiers du projet



2.4. De premiers résultats

[158] Une cartographie des processus a été produite.

Graphique 7 :

Focus sur la cartographie des processus CRPN

Première cartographie des processus CRPN

Mettre en évidence les différentes missions de l'institution les unes par rapport aux autres, indépendamment de l'organigramme.



- [159] Cette démarche ne s'appuie pas sur les travaux déjà réalisés, Mme FABRE ne dispose par exemple pas du rapport Fixage de 2006. Le constat est fait que les procédures de contrôle interne ne sont pas vivantes car la personne qui faisait ce travail est partie (en 2007). En terme de cartographie des risques le travail n'a pu s'appuyer que sur une cartographie des risques en matière de retraite. De même lors des entretiens la cartographie des risques de 2006 et les travaux faits en 2011 sur le domaine financier n'ont pas été mentionnés, sur ce dernier point sans doute parce que les travaux n'avaient pas été entamés avec le service financier.
- [160] S'agissant du domaine immobilier et le constat fait montrer l'existence d'un grand catalogue de procédures écrites mais un manque de standardisation. Par ailleurs les procédures décrivent des tâches sans pour autant les rattacher à des activités et à des données en entrée et en sortie.
- [161] S'agissant du domaine financier il a été procédé à une identification des risques dans quatre domaines : stratégique, de marché, opérationnel et de non-conformité. Six processus ont été identifiés.

Tableau 18 : Les processus du domaine financier

<i>Garantir les règles de gestion et le reporting</i>
<i>Gérer les placements</i>
<i>Superviser la gérance</i>
<i>Gérer la trésorerie</i>
<i>Garantir et justifier les comptes</i>
<i>Renforcer la sécurité et les compétences</i>

*Source : Document comité de pilotage du 3 avril 2012*

- [162] Pour chaque processus sont répertoriés les sous-processus, les procédures à mettre à jour, à améliorer ou à créer et les reporting et contrôles à améliorer. Une programmation est prévue. Des fiches de processus détaillées figurent en annexe. On peut être étonné du nombre de procédures à revoir alors qu'un travail complet de revue avait été fait en 2011.
- [163] Ces documents sont une première base, l'amélioration du contrôle interne dépendra toutefois de la mise en œuvre prévue pour le second semestre 2012 et le premier semestre 2013.



## Annexe 8. Les contrôles externes

### 1. LES CONTROLES DE LA COUR DES COMPTES

- [164] La Cour des Comptes a examiné les comptes et la gestion de la Caisse de retraite du personnel navigant pour les exercices 1996-1999 (relevé de constatations définitives transmis par lettre du 20 mars 2003) et pour les exercices 2000-2006 (relevé de constatations définitives transmis par lettre du 5 décembre 2008).
- [165] Le rapport de 2003 retrace un contrôle complet de la gestion de la caisse portant également sur les placements son ancienneté en rend la documentation non nécessaire.
- [166] Le rapport de 2008 est plus court il porte essentiellement sur l'avenir du régime et peu sur sa gestion. On en notera les points suivants.
- [167] Il retrace les liens entre le déficit du technique du régime et le rendement des réserves sans puiser dans celle-ci pour le compenser, ce qui conduit à établir un lien entre le taux de rendement des réserves et le niveau d'années de réserve exprimées en années de prestation (N). Ce point est d'intérêt pour notre audit eu égard à la baisse tendancielle des taux d'intérêt constatée depuis et à la modification intervenue dans les règles d'équilibre du régime

Tableau 19 : Relation taux de rendement des réserves / réserves en années de prestation nécessaires pour équilibrer le régime

Taux de rendement des réserves (%)	N >=
5	3
4	3,75
3	5
2	7,5

Source : Rapport Cour des Comptes 2008

- [168] Le scénario de référence projetée en 2046, sans réforme du régime, le montant des réserves sous les hypothèses suivantes : réduction de la mortalité de 1,25% par an à tous les âges, taux net de placement des réserves de 4% jusqu'en 2019 puis 2,5% à compter de 2020. Dans ce scénario les réserves passeraient de 7 à moins de 1,5 années de prestations.
- [169] La cour note que « la répartition des actifs en valeur comptable est conforme au décret n° 2002-1314 du 25 octobre 2002 (..) notamment avec 45,75% de titres de taux libellés en euros pour un minimum réglementaire de 34% et 7,55% d'actifs immobiliers pour un maximum réglementaire de 20% ».
- [170] Elle indique qu'un « contrôle interne rattaché à la direction est prévu par le règlement intérieur », que les « règles et procédures (..) font l'objet de notices mise à jour ». « Le contrôleur interne a d'abord systématiquement contrôlé toutes les opérations passées par le service financier, puis au vu du faible nombre d'anomalies et pour pouvoir s'investir dans d'autres domaines, a réduit ce contrôle à un sondage mensuel. Depuis septembre 2007, à la suite du départ du contrôleur interne, ces contrôles sont confiés à un cabinet extérieur ». « La CRPN fait par ailleurs appel à un consultant externe, le cabinet Hewitt Finance arbitrage, pour l'assister dans le contrôle de la sélection par les gérants des fonds de leurs intermédiaires, des frais de courtage prélevés par les intermédiaires financier set le calcul des taux de rotation des titre »

- [171] La cour critique la constitution d'une société commerciale LOCINTER pour gérer le patrimoine immobilier car elle « *permet à la CRPN de facturer des prestations qui sortent de l'objet d'une caisse de retraite complémentaire obligatoire* ».
- [172] S'agissant de la comptabilité elle note que « *le logiciel Appolo permet de reclasser les placements financiers effectués par le service financier de manière à ce que leur répartition soit conforme avec celle imposées (sic) par le décret précités* ». Les investigations menées montre que cette affirmation est inexacte.

## **2. LE CONTROLE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES**

- [173] La mission a rencontré l'associé du cabinet Constantin signataire et le responsable de mission, récemment affecté à ce client. Le commissariat aux comptes de la CRPN est assuré par le cabinet Constantin qui a depuis rejoint le réseau Deloitte et Associés. Le cabinet est commissaire aux comptes d'un très petit nombre des fonds utilisés par la caisse, dont le fonds URANUS.

### **2.1. *Appréciations sur la gouvernance et sur le contrôle interne***

- [174] Le changement de président a modifié la gouvernance de la caisse, l'ancien était moins réceptif aux observations et recommandations qui pouvaient être faites et étant moins opérationnel et présent dans les locaux. Ainsi par exemple à l'issue de la mission d'intérim alors qu'auparavant l'interlocuteur du CAC était le directeur le compte rendu est aussi fait à la présidente.
- [175] Même s'il faut prendre en compte la taille réduite de la caisse, le commissaire aux comptes estime, même s'il n'y a pas de son point de vue de risques avérés (il n'a pas été détecté de défaillance au regard du seuil de matérialité retenu), qu'il est nécessaire que la caisse rejoigne les meilleures pratiques :
- A sa connaissance il n'existe pas pendant la période sous revue (2006-2010) ;
  - Les procédures existent mais sont opérationnelles et ne prennent pas en compte les aspects de contrôle interne : les contrôles existent mais ils ne sont pas recensés et il n'en est pas gardé la trace ;
  - le contrôle interne apparaît trop organisé par silo et manque d'un fonctionnement transversal ce qui suppose une certaine centralisation ;
  - Les personnels en charge n'ont pas toujours le niveau de compétence adéquat même si leur volonté de remplir leur mission n'est pas en doute.

- [176] Ce message a été bien entendu et un projet global de refonte du contrôle interne est en cours dont le CAC a validé les étapes, en décembre 2011 le CAC a fait un exposé au conseil pour présenter le contenu de sa mission ses méthodes et ses besoins. L'objectif est de mettre en place un nouveau dispositif pour le 31/12 ; un risque de dépassement de ce calendrier existe.

### **2.2. *Contenu de la mission de commissariat aux comptes***

- [177] Le CAC a indiqué que la mission était conduite selon les normes et étapes habituelles (intérim, pré-final, final). Il a fait état des éléments spécifiques suivants :
- [178] Au cours de la partie intérim de la mission de commissariat des investigations particulières ont été menées :
- En 2008 une revue complète du portefeuille a été effectuée pour repérer l'existence de produits type Madoff et vérifier les valorisations ; le senior manager en charge avait un profil financier qui lui avait permis de procéder aux vérifications adéquates ;

- En 2009 une mission spécifique a porté sur les contrôles généraux informatiques, le rapport rendant compte de cette mission daté de janvier 2010 a été remis à la mission.
- En 2011 les investigations ont porté sur les procédures financières ; une observation a été faite sur le traitement comptable des dotations et reprises sur portefeuille, le déversement n'avait pas été effectué dans la comptabilité sans doute en raison des changements de responsable et du départ de la personne en charge du back office ;

[179] Par ailleurs la crise financière a conduit à des vérifications plus approfondies sur le portefeuille et une attention particulière à des placements particuliers (Dexia) et à l'exposition aux risques souverains.

[180] S'agissant du tableau répartissant les placements de la caisse selon la nomenclature du décret de 2002 celui-ci lui est communiqué mais il ne fait pas l'objet de vérifications ou a fortiori d'une certification ne figurant pas dans les documents dont la certification est prévue par la réglementation. Le CAC estime qu'un changement de réglementation serait long et complexe et qu'une mission complémentaire pourrait si nécessaire lui être confiée sur ce sujet.

**Recommandation n°5 : En l'attente d'une éventuelle modification de la liste des documents soumis à la certification du CAC la CRPN devrait lui confier une mission complémentaire.**

**Réponse de l'organisme :** *Nous interrogeons notre Commissaire aux Comptes pour savoir s'il peut fournir cette certification au regard de ses normes professionnelles.*

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

[181] Le CAC fonde ses investigations sur les données qui figurent dans Agresso et n'audite pas les données dans Appolo ou leur déversement. Il part des données du logiciel comptable pour pratiquer ses contrôles.

[182] Il ne vérifie pas l'application des règles qui demandent pour certains instruments financiers qu'ils fassent l'objet d'une double valorisation.

[183] En réponse à une question, il nous a indiqué que « *la Caisse provisionne les moins-values latentes sur obligations détenues en portefeuille. L'appréciation est faite ligne à ligne par rapport à la valeur de marché. La notion de conservation durable n'est pas considérée comme de nature à pouvoir ne pas provisionner ou réduire le montant de la moins-value à provisionner sur le titre. Dans le contexte économique actuel, le provisionnement à 100% des moins-values latentes sur obligations nous semble en phase avec le principe de prudence d'autant qu'à notre connaissance aucun texte ne définit spécifiquement pour une Caisse telle que la CRPN, les règles relatives à la dépréciation des titres* ».

### **2.3. Accès aux dossiers de travail**

[184] La mission a fait état de son souhait de pouvoir accéder aux dossiers de travail, l'IGAS considérant que les dispositions législatives déliant les commissaires aux comptes du secret à son égard autorisent cet accès.

[185] La commissaire aux comptes a indiqué que selon les premiers éléments que lui avaient communiqué son service juridique (jugement du TGI de Paris 2001 et bulletin de la compagnie nationale des commissaires aux comptes) cela n'était pas le cas.

[186] A la suite d'une demande par écrit (LRAR) puis d'une relance du chef de l'IGAS indiquant que le refus d'accès serait un obstacle au contrôle la mission a pu accéder très tardivement, de manière limitée au dossier de travail, de la seule année 2011 (le 14 juin 2012).

#### 2.4. Documents fournis par la CRPN

- [187] La CRPN a fourni à la mission une copie de documents produits à son intention par le CAC. Les documents remis couvrent les comptes des années 2007 et 2008 et une intervention générale sur le contrôle interne. Aucun document retraçant les travaux effectués pour les années 2009, 2010 et 2011 n'ont été remis ce qui limite le champ d'audit de l'IGAS.

Tableau 20 : Liste des documents fournis retraçant les travaux du CAC

Objet	Date de réunion
Synthèse des travaux intermédiaires	31/3/2008
Point étape audit 2008	2/3/2009
CRPN dispositif de contrôle interne	30/3/2011

Source : IGAS

## Annexe 9. Analyse des OPCVM dédiés

[188] Sont analysées dans cette annexe l'intégralité des conventions relatives à des OPCVM dédiés (détenus par moins de 20 porteurs et, dans la cas de la CRPN, uniquement par la caisse) détenus au 31 décembre 2011, ainsi que leur suivi par la société AMADEIS.

### 1. ANALYSE DES CONVENTIONS RELATIVES AUX OPCVM DEDIES

#### 1.1. FCP ARIANE AMÉRIQUE

[189] Le FCP a été établi par convention du 7 décembre 2004, avenantée le 19 septembre 2005 avec effet rétroactif au 27 mai 2005 (modification des règles d'investissement).

[190] Au 31 décembre 2011, le FCP ARIANE AMÉRIQUE était inscrit au bilan pour une valeur de 37,6 M€. Il est géré par CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT qui a délégué la gestion financière du fonds (à l'exception de la couverture en change) à VICTORY CAPITAL MANAGEMENT. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES est dépositaire du fonds.

[191] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.

[192] Le contrat de délégation est absent du document fourni par la caisse.

**Réponse de l'organisme :** *Les services juridiques d'Amundi nous ont confirmé que le contrat de délégation entre CAAM (devenu Amundi) et Victory capital (dans le cadre de la gestion du fonds Ariane Amérique) étant purement bilatéral, il n'a pas vocation à être diffusé à l'extérieur du groupe Amundi.*

**Observation de la mission :** *La réponse est particulièrement préoccupante car elle montre que la caisse accepte de déléguer sa gestion sans en connaître les conditions. Il est fortement recommandé à la caisse de revenir sur cette possibilité.*

[193] Les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale sont annexées à la convention de gestion.

[194] Le FCP est investi prioritairement en actions des États-Unis d'Amérique. Le risque de change était systématiquement couvert à 3 mois (ce qui est cohérent avec le style de gestion de type « value » retenu par la caisse, ainsi qu'avec le taux de rotation maximal de 200% imposé au portefeuille) jusqu'en 2005 : un avenant du 19 septembre 2005 a modifié les règles d'investissement dans le sens d'une suppression totale de la couverture en change.

[195] La convention spécifie, en sa page 9, que « la CRPN peut recourir à l'utilisation d'instruments financiers à terme si ceux-ci sont en relation avec les placements et permettent de contribuer à une réduction du risque ». Pourtant, la convention autorise page 11 l'OPCVM à intervenir sur cinq marchés d'instruments à terme « dans la limite d'une fois l'actif. En particulier, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille et/ou pour réaliser l'objectif de gestion de l'OPCVM, à l'exposer à des titres, des taux, des secteurs d'activité ou des zones géographiques ». La notion de réduction du risque a ainsi disparu.

[196] La convention prévoit des stipulations particulières s'agissant des titres émis par un membre du groupe CREDIT AGRICOLE, ainsi que pour les titres placés par un syndicat dont fait partie un membre du groupe CREDIT AGRICOLE.

[197] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.

[198] Les frais de transaction du FCP (mouvements d'achat ou de vente) sont à sa charge. La rémunération du gérant est perçue mensuellement. Le FCP prévoit les frais de gestion suivants :

Tableau 21 : Frais de gestion du FCP Ariane Amérique

Tranche d'actif net du fonds	Frais TTC en base annuelle
De 0 à 20 M€	0,42%
De 20 à 40 M€	0,32%
Au-delà de 40 M€	0,26%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

[199] La convention stipule également des frais de courtage établis « en moyenne à 5 cents par action. En tout état de cause, ils ne dépassent pas 0,22 en moyenne trimestrielle ». L'imprécision de cette clause pose particulièrement problème s'agissant des frais de courtage.

[200] Enfin, les frais de commissariat aux comptes sont fixés à 2 500 € HT.

## 1.2. FCP ARIANE ASIE

[201] Le FCP a été établi par convention du 5 juillet 2002, avenantée les 2 octobre 2002 (modification des règles d'investissement), 28 juin 2004 (modification des règles d'investissement), 23 juin 2006 (modification des règles d'investissement) et 9 octobre 2009 (modification de la liste des OPCVM agréés).

[202] Au 31 décembre 2011, le FCP ARIANE ASIE était inscrit au bilan pour une valeur de 47,4 M€. Il est géré par CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT et déposé auprès de BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES.

[203] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.

[204] L'annexe 1 de la convention précisant les actifs susceptibles d'être détenus par la FCP n'est pas conforme aux dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale :

- Les précisions concernant les marchés sur lesquels les actifs doivent être négociés sont absentes. La devise dans laquelle les placements – et notamment les obligations – doivent être libellés n'est pas plus précisée.
- Les conditions d'admissibilité des BMTN ne figurent pas dans l'annexe.
- Les parts de groupements forestiers ne sont pas admissibles.

[205] Le FCP est investi prioritairement (mais non exclusivement) en actions des pays suivants :

- Australie ;
- Chine, État non membre de l'OCDE ;
- Corée du sud ;
- Indonésie, État non membre de l'OCDE ;
- Japon ;
- Hong-Kong, collectivité non membre de l'OCDE ;
- Nouvelle-Zélande ;
- Malaisie, État non membre de l'OCDE ;

- Philippines, État non membre de l'OCDE ;
- Singapour, État non membre de l'OCDE ;
- Taïwan, État non membre de l'OCDE ;
- Thaïlande, État non membre de l'OCDE.

[206] La convention prévoit des stipulations particulières s'agissant des titres émis par un membre du groupe CREDIT AGRICOLE, ainsi que pour les titres placés par un syndicat dont fait partie un membre du groupe CREDIT AGRICOLE.

[207] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.

[208] Les frais de transaction du FCP (mouvements d'achat ou de vente) sont à sa charge. La rémunération du gérant est perçue mensuellement. Le FCP prévoit les frais de gestion suivants :

Tableau 22 : Frais de gestion du fonds Ariane Asie

Tranche d'actif net du fonds	Frais en base annuelle TTC
De 0 à 25 M€	0,31%
De 25 à 50 M€	0,3125%
Au-delà de 50 M€	0,285%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

[209] La convention stipule également des frais de courtage<sup>8</sup> par pays :

Tableau 23 : Frais de courtage fonds Ariane Asie

Pays	Frais de courtage
Australie	0,50%
Chine	0,25%
Corée du sud	0,50%
Hong-Kong	0,25%
Indonésie	0,75%
Japon	1,15%
Nouvelle-Zélande	0,50%
Malaisie	0,35%
Philippines	0,75%
Singapour	0,30%
Taïwan	0,40%
Thaïlande	0,75%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

[210] Enfin, les frais de commissariat aux comptes sont fixés à 3 265,08 € TTC.

<sup>8</sup> Les commissions de mouvement sont liées « à la négociation des titres. Les commissions de mouvements sont assises sur chaque opération effectuée par la structure de gestion. Elles se décomposent en frais de courtage (perçus par la société de bourse) et en une commission répartie de façon variable entre la structure de gestion, le dépositaire et le commercialisateur » (Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'instisseur dans la gestion collective, Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse, n° 372, 9 octobre 2002).

### 1.3. FCP BELUGA

- [211] Le FCP a été établi par convention du 28 mai 2005 (avec CCR ACTIONS), avenantée le 2 octobre 2007 (de manière rétroactive au 25 mars 2007). La gestion du fonds a par la suite été confiée à ALLIANZ GLOBAL INVESTORS France par convention du 12 mai 2009, avenantée le 17 décembre 2010 (de manière rétroactive au 28 mai 2010).
- [212] Au 31 décembre 2011, le FCP BELUGA était inscrit au bilan pour une valeur de 59,2 M€. Il est géré par ALLIANZ GLOBAL INVESTORS FRANCE. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES est dépositaire du fonds.
- [213] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [214] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [215] Les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale sont annexées à la convention de gestion.
- [216] Les « frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire délégué s'engage « à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers » (best execution).
- [217] Le FCP prévoit une commission de gestion financière à hauteur de 0,35% de l'actif net du fonds, augmentée le cas échéant d'une commission de surperformance de 18% de la surperformance de l'OPCVM.
- [218] Le taux de courtage maximum est fixé à 0,20% HT.
- [219] Enfin, les frais de commissariat aux comptes étaient initialement fixés à 3 300 € HT « susceptibles d'ajustement dans la limite au plus de 10% ».

### 1.4. FCP CARAVELLE

- [220] Le FCP a été établi par convention du 21 juin 2007.
- [221] Au 31 décembre 2011, le FCP CARAVELLE était inscrit au bilan pour une valeur de 64,6 M€. Il est géré par BFT GESTION et FRANKLIN ADVISERS Inc., société de droit américain gestionnaire délégué. Il est déposé auprès de BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES.
- [222] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [223] La convention spécifie, en sa page 12, que « la CRPN peut recourir à l'utilisation d'instruments financiers à terme si ceux-ci sont en relation avec les placements et permettent de contribuer à une réduction du risque ». Pourtant, la convention autorise page 14 l'OPCVM à intervenir sur cinq marchés d'instruments à terme « dans la limite d'une fois l'actif. En particulier, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille et/ou pour réaliser l'objectif de gestion de l'OPCVM, à l'exposer à des titres, des taux, des secteurs d'activité ou des zones géographiques ». La notion de réduction du risque a ainsi disparu.
- [224] Le contrat de délégation est absent du document fourni par la caisse.

**Réponse de l'organisme :** *Le contrat de délégation entre BFT gestion et Franklin Advisers (dans le cadre de la gestion du fonds Caravelle) étant purement bilatéral, il n'a pas vocation à être diffusé à l'extérieur du groupe Amundi.*

**Observation de la mission :** *La réponse est particulièrement préoccupante car elle montre que la caisse accepte de déléguer sa gestion sans en connaître les conditions. Il est fortement recommandé à la caisse de revenir sur cette possibilité*

- [225] Les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale sont annexées à la convention de gestion.
- [226] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [227] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire délégué s'engage « *à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* » (best execution).
- [228] Le FCP prévoit les frais de gestion financière suivants :

Tableau 24 : Frais de gestion du FCP Caravelle

Actif net du fonds	Frais TTC
De 0 à 30 M€	0,55% (avec un minimum de 15 000 €)
De 30 à 60 M€	0,525%
Au-delà de 60 M€	0,45%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

### 1.5. FCP COLIBRI

- [229] Le FCP COLIBRI a été créé le 6 mai 2005. La convention liant la caisse et le gestionnaire a été établie le 22 octobre 2007. C'est un fonds de fonds, c'est-à-dire qu'il a vocation à détenir d'autres OPCVM.
- [230] Au 31 décembre 2011, le FCP COLIBRI était inscrit au bilan pour une valeur de 35,9 M€. Il est géré par FIDEAS CAPITAL. Il est déposé auprès de BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES.
- [231] La convention, établie pour une durée d'une année renouvelable par tacite reconduction de manière indéfinie. Elle est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [232] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant le tribunal de commerce de Paris.
- [233] L'objectif de gestion demeure très vague : le protocole précise que le FCP COLIBRI investira dans des OPC « *sélectionnés après analyse de leur qualité de performance et de gestion, dans leur orientation et leur biais de gestion, et en fonction de leur contribution potentielle à la réalisation de l'objectif de gestion* » du FCP. Le prospectus précise que le FCP a pour objectif de surperformer un indice et qu'il n'est guère contraint dans les moyens d'atteindre cet objectif : « *La gestion s'efforcera de faire progresser la valeur liquidative sur la durée de placement recommandée et de surperformer l'indicateur de référence [...]. Le gérant sélectionnera des OPCVM, spécialisés sur ces zones d'investissement à l'aide de moyens quantitatifs et qualitatifs. Il privilégiera la qualité de gestion et la diversification de leurs sources de performance relative* ».
- [234] La stratégie d'investissement est tout aussi floue : « *La société de gestion met en œuvre une gestion discrétionnaire. Les OPCVM seront sélectionnés selon un processus comprenant des critères quantitatifs et qualitatifs. L'analyse des éléments quantitatifs cherchera à identifier les OPCVM ayant une surperformance régulière par rapport à ses [sic] concurrents. L'analyse qualitative cherchera à identifier la source de cette surperformance et à déterminer sa pérennité. La construction du portefeuille visera la diversification des sources de performance, principalement liées aux différents styles de gestion, par rapport à l'indicateur de référence* ».

**Réponse de l'organisme :** *Le process de gestion du fonds Colibri est fondé sur la sélection de gérants et sur l'équilibre du portefeuille. Le principe de construction privilégie un mélange équilibré d'OPCVM dont les gérants ont des « styles » marqués, mais complémentaires.*

**Observation de la mission :** *La réponse de la caisse confirme le flou de la stratégie, le verbiage pseudo-technique utilisé, pour être représentatif de celui de certains prospectus et du jargon du secteur, n'a aucun sens précis : qu'est ce qu'un mélange équilibré ? équilibre de quoi ? que veut dire un style de gestion marqué ? en quoi ces styles sont ils complémentaires ? on attendrait des éléments précis sur la nature des actifs, les risques acceptés etc... Tout cela rappelle fort l'explication du fait que l'opium fait dormir par sa vertu dormitive dans le malade imaginaire. .*

[235] Les indices de référence diffèrent entre le protocole signé par la caisse et le gérant d'une part, et le prospectus du FCP approuvé par l'AMF d'autre part :

Tableau 25 : FCP Colibri indices de référence

Protocole		Prospectus
Poche Asie hors Japon	50% MSCI AC Far East ex Japan + MSCI AC Asia Pacific ex Japan	40% MSCI AC Asia ex Japan + 60% MSCI Emerging Markets Global
Pays émergents	MSCI Emerging Markets Global	
Actions japonaises	90% Topix + 5% Topix Mid 400+ 5% Topix Small	

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

**Réponse de l'organisme :** *Le protocole de fonctionnement du fonds Colibri est en cours de mise à jour, en tenant compte de l'observation de la mission sur l'indice de référence. Le mandat de gestion sur la zone « actions japonaises » a été retiré à Colibri en 2009. L'indice de référence du fonds a été modifié dans le prospectus afin de ne plus tenir compte de ce pays.*

**Observation de la mission :** Vu.

[236] De même, le protocole mentionne une répartition par poche (30% pour la poche Asie hors Japon, 47% pour la poche émergents et 23% pour la poche Japon) qui est absente du prospectus.

[237] Le protocole prévoit des objectifs de performance et de risque. Si les premiers sont présents, tel n'est pas le cas des seconds, comme le montre l'extrait suivant de l'annexe n°1 du protocole :

Tableau 26 : FCP Colibri annexe 1 Extrait

<p><b>Objectifs de performance et de risque :</b></p> <p>Poche Asie hors Japon : sur-performer, sur base annuelle, l'indicateur de référence, dividendes nets réinvestis.</p> <p>Poche Pays Emergents Globaux : sur-performer, sur base annuelle, l'indicateur de référence, dividendes nets réinvestis.</p> <p>Poche Actions Japonaises : sur-performer, sur base annuelle, l'indicateur de référence, dividendes nets réinvestis.</p>
---

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

- [238] Le FCP COLIBRI est un fonds dédié détenant des « *OPC externes, spécialisés sur les marchés d'Asie (hors Japon), des autres pays émergents et le marché des actions japonaises* ». Les marchés ainsi visés ne sont ainsi pas nécessairement localisés sur le territoire d'un pays membre de l'OCDE, et ne sont donc a priori pas admissibles.
- [239] En outre, le FCP COLIBRI « *utilisera essentiellement des OPCVM conformes à la directive 85/611/CEE [...] de droit français ou étranger et, dans ce dernier cas, sans qu'il soit besoin que ceux-ci aient reçu un agrément de commercialisation en France* ». Les fonds détenus peuvent donc ne pas être conformes à la directive en contravention avec le 8° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale.
- [240] L'OPCVM peut en outre avoir recours aux instruments financiers à terme en couverture du risque de change. Il est toutefois possible à l'OPCVM d'intervenir sur des instruments négociés de gré à gré, ce qui est contraire aux prescriptions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale.
- [241] Le FCP COLIBRI peut également « *réaliser, dans la limite de 10% de son actif net, des emprunts d'espèces ou des cessions temporaires de titre* ».
- [242] La caisse n'est pas en mesure d'exiger la communication de documents autres que ceux prévus en annexes 3 et 5 de la convention :
- de manière mensuelle : le reporting de gestion, le reporting de performance, le contrôle du dépositaire ;
  - de manière trimestrielle : le reporting des gérants de fonds détenus par le FCP, le reporting de performance/risque, l'analyse des contenus, le détail des frais financiers ;
  - au fil de l'eau, les comptes-rendus d'entretien des gérants de fonds détenus par le FCP.
- [243] Cette liste de documents est insuffisante en ce qu'elle ne permet pas à la caisse de connaître à tout instant la composition du FCP.

**Réponse de l'organisme :** *La CRPN peut connaître à tout moment les positions du fonds sur simple demande à Fideas, et également auprès du dépositaire ou du valorisateur.*

**Observation de la mission :** *Le gestionnaire n'est pas tenu contractuellement de fournir les positions du fonds. La mission se félicite toutefois que ce soit, selon la CRPN, le cas en pratique.*

- [244] Le FCP prévoit au titre des frais de gestion une rémunération fixe de 10 000 € annuels<sup>9</sup> auxquels s'ajoutent les frais suivants en fonction de l'actif géré dans chaque poche :

Tableau 27 : FCP Colibri frais de gestion par poche

Actif net de chaque poche du fonds	Frais TTC en base annuelle
De 0 à 10 M€	0,250%
De 10 à 50 M€	0,175%
De 50 à 100 M€	0,125%
Au-delà de 100 M€	0,075%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

- [245] Les rétrocessions de commissions sur les OPCVM détenus par le fonds lui sont acquises.
- [246] Les frais de commissariat aux comptes ne sont pas évoqués dans le protocole.

<sup>9</sup> Le protocole ne mentionne pas la durée considérée pour le prélèvement des frais, ni la périodicité de ces prélèvements.

### 1.6. FCP CS ALPHA JET

- [247] Le FCP a été établi par convention du 30 mai 2005.
- [248] Au 31 décembre 2011, le FCP CS ALPHA JET était inscrit au bilan pour une valeur de 0,1 M€. Il est géré par CRÉDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT GESTION. Le FCP est déposé auprès de BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES.
- [249] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [250] Le règlement de l'OPCVM ne comprend pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [251] Le FCP peut être proposé à d'autres investisseurs institutionnels que la caisse.
- [252] Le FCP CS ALPHA JET est un fonds de fonds alternatifs. Son objectif de gestion est d'offrir « une performance supérieure à celle de l'indice EONIA sur un horizon long terme ». Cette rédaction apparaît contradictoire, EONIA étant un indice très court a priori peu compatible avec un horizon long.
- [253] Le FCP CS ALPHA JET n'a pas d'indice de référence mais est muni d'un objectif de volatilité maximal de 5% (très supérieur à la volatilité de l'indice de référence).
- [254] L'organisme investit en OPCVM de droits français ou étrangers de gestion alternative, qui peuvent ne pas être coordonnés comme le prescrit pourtant le 8° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Les stratégies de gestion alternative éligibles sont très larges<sup>10</sup>. Il peut en outre investir lui-même en fonds de fonds (et donc être un fonds<sup>3</sup>). Le FCP CS ALPHA JET peut enfin intervenir sur les marchés à terme de gré à gré, en contravention avec l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale.
- [255] Les frais de transaction sont à la charge du fonds. Le gérant « s'engage à rechercher les meilleures conditions de courtage ». Le FCP prévoit les frais de gestion financière suivants :

Tableau 28 : FCP Alpha jet frais de gestion

Actif net du fonds	Frais TTC en base annuelle
De 0 à 20 M€	0,60%
Au-delà de 20 M€	0,50%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

- [256] Ces frais sont inclus dans les frais de gestion du FCP, qui s'établissent au maximum à 0,85% de l'actif net de l'instrument et incluent également les frais de commissariat aux comptes.

### 1.7. FCP ÉOLE

- [257] Le FCP a été établi par convention du 5 juillet 2002, avenantée le 21 mai 2008 (avec effet rétroactif au 2 janvier 2008).
- [258] Au 31 décembre 2011, le FCP ÉOLE était inscrit au bilan pour une valeur de 40,4 M€. Il est géré par SOCIETE GENERALE ASSET MANAGEMENT qui a conclu un accord de délégation de gestion avec la société TCW INVESTMENT MANAGERS. Le FCP est déposé auprès de BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES.

<sup>10</sup> Le prospectus mentionne les principales stratégies suivantes : Long/short equity, Global macro, Fixed income arbitrage, Managed futures, Event driven, Distressed securities, Event driven multistrategy, Risk arbitrage, Dedicated short bias, Emerging markets, Equity market neutral, Multi-strategy. Ces stratégies sont définies en annexe 10 du présent rapport

- [259] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [260] Le fonds est « *principalement investi en actions américaines négociées sur un marché réglementé* ».
- [261] L'annexe 1 de la convention précisant les actifs susceptibles d'être détenus par la FCP n'est pas conforme aux dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale :
- Les précisions concernant les marchés sur lesquels les actifs doivent être négociés sont absentes. La devise dans laquelle les placements – et notamment les obligations – doivent être libellés n'est pas plus précisée.
  - Les conditions d'admissibilité des BMTN ne figurent pas dans l'annexe.
  - Les parts de groupements forestiers ne sont pas admissibles.
  - Les valeurs mobilières non cotées ne sont pas admissibles.
- [262] Le contrat de délégation est absent du document fourni par la caisse.

**Réponse de l'organisme :** *Les services juridiques d'Amundi nous ont confirmé que le contrat de délégation entre SGAM et TCW Investment managers (dans le cadre de la gestion du fonds EOLE) étant purement bilatéral, il n'a pas vocation à être diffusé à l'extérieur du groupe Amundi.*

**Réponse de l'organisme :** *La réponse est particulièrement préoccupante car elle montre que la caisse accepter de déléguer sa gestion sans en connaître les conditions. Il est fortement recommandé à la caisse de revenir sur cette possibilité*

- [263] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [264] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire délégué s'engage « *à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* » (best execution).
- [265] La rémunération du gérant est perçue mensuellement. Le FCP prévoit les frais de gestion suivants :

Tableau 29 : FCP Eole Frais de gestion

Actif net du fonds	Frais TTC en base annuelle
De 0 à 50 M€	0,47%
Au-delà de 50 M€	0,44%

Source : *Examen IGAS conventions et prospectus*

- [266] Les frais de courtage s'établissent à 0,20% pour les actifs américains comme canadiens.
- [267] Enfin, les frais de commissariat aux comptes sont fixés à 5 501,60 € TTC.

## 1.8. FCP GALAXIE

- [268] Le FCP a été établi par convention du 29 novembre 2006 (avec CRÉDIT AGRICOLE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT), avenantée le 30 juillet 2007 (modification des conditions de souscription et rachat de parts). La gestion du fonds a par la suite été confiée à AMUNDI INVESTMENT SOLUTIONS (venant aux droits de la société de gestion précédente), qui a signé un avenant le 17 août 2011 (modification du règlement).

- [269] Au 31 décembre 2011, le FCP GALAXIE était inscrit au bilan pour une valeur de 49,2 M€ (valeur d'achat de 55,3 M€). Il est géré par AMUNDI INVESTMENT SOLUTIONS et déposé auprès de CACEIS BANK.
- [270] Son objectif de gestion ne contraint que très peu le gérant : « *L'objectif de gestion du Fonds est d'adopter une politique d'investissement visant la valorisation des sommes investies à long terme, à travers des stratégies variées à moyen et long terme sur les marchés de taux, du crédit et d'actions* ». Il apparaît en outre particulièrement mal défini : « *Dès sa constitution et en cours d'existence, le Fonds est composé d'une somme de plusieurs stratégies, chacune ayant une échéance donnée, qui l'exposent à différents marchés : actions, taux, change, crédit, gestion alternative de façon accessoire* ».
- [271] Le fonds est susceptible d'intervenir sur tous les marchés : « *Le Fonds met en œuvre à tout moment différentes stratégies d'investissement sur toute classe d'actifs* ». Cela pose problème en regard des dispositions du code de la sécurité sociale qui n'autorise pas certains types d'actifs, comme les matières premières à propos duquel le prospectus rappelle que « *les variations de cours peuvent être élevées* ».
- [272] Le fonds peut détenir des « *titres de créance négociables ou titres de créance complexes (dont ABS/CDO) français et étrangers* ». En outre, l'OPCVM pourra s'exposer intégralement en OPCVM de droit français et certains OPC de droit étranger « *non-conformes à la directive* », a priori non admissibles à l'actif de la caisse. On regrettera que la directive ici citée ne soit pas précisée – les rapporteurs supposant qu'est visée la directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985 sur les OPCVM modifiée – contrairement à la directive n°2003/48/CE sur la fiscalité des revenus de l'épargne mentionnée par ailleurs dans le prospectus.
- [273] L'OPCVM pourra en outre s'exposer aux instruments financiers à terme, qu'ils soient négociés sur des marchés réglementés ou de gré à gré, portant sur tout sous-jacent, et dans une optique de couverture, mais aussi d'exposition ou d'arbitrage. Le FCP « *pourra utiliser des dérivés de crédit. Le Fonds pourra conclure des "credit default swaps" [...] pour vendre de la protection* ». Le prospectus indique que le FCP « *peut avoir recours à des instruments financiers à terme (dérivés) afin de générer une surexposition et ainsi porter l'exposition du Fonds au delà de l'actif net. En fonction du sens des opérations du Fonds, l'effet de la baisse (en cas d'achat d'exposition) ou de la hausse du sous-jacent du dérivé (en cas de vente d'exposition) peut être amplifié et ainsi accroître la baisse de la valeur liquidative du Fonds* ».
- [274] Cette utilisation n'est pas conforme aux dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale qui prévoit notamment que les IFT 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* ».
- [275] Le FCP peut en outre pratiquer les prises et mises en pension.
- [276] L'OPCVM peut en outre s'exposer sur des titres peu liquides, ce qui peut poser notamment des problèmes de valorisation.
- [277] Enfin, le FCP peut être exposé au-delà de son actif : « *Le Fonds peut se trouver en position débitrice en raison des opérations liées à ses flux (investissements et désinvestissements en cours, opérations de souscriptions/rachats), dans la limite de 10% de son actif* ».
- [278] Le règlement de l'OPCVM ne comprend pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [279] La mission observe qu'aucune référence aux dispositions du code de la sécurité sociale ne figure dans le prospectus.
- [280] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [281] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.

[282] Le FCP prévoit les frais de gestion financière suivants :

Tableau 30 : FCP Galaxie Frais de gestion

Actif net du fonds	Frais HT
De 0 à 75 M€	0,17%
De 75 à 100 M€	0,16%
Au-delà de 100 M€	0,15%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

[283] En cas de détention par le fonds de « *un ou plusieurs fonds d'investissements étrangers de type gestion ou multi-gestion alternative, le taux de frais [...] sera majoré de 0,015% HT par an* ».

### 1.9. FCP ICARE

[284] Au 31 décembre 2011, le FCP ICARE était inscrit au bilan pour une valeur de 117,0 M€ (comprenant une dépréciation de 6,0 M€). Il est géré par CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT et déposé auprès de. CACEIS BANK.

[285] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.

[286] L'OPCVM a pour but « de constituer un portefeuille cherchant à répliquer au mieux l'indicateur [MSCI Europe] ».

[287] L'OPCVM s'autorise une surexposition à hauteur de 10% : « le degré d'exposition du fonds aux marchés des actions est compris entre 90% et 110% de l'actif ».

[288] L'OPCVM pourra s'exposer à hauteur de 10% en OPCVM de droit français « *non-conformes à la directive* », sans que la directive ici citée ne soit précisée ; les rapporteurs supposent qu'est visée la directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985 sur les OPCVM modifiée.

[289] L'OPCVM s'autorise à utiliser largement les instruments financiers à terme (IFT) actions, taux et change, en couverture comme en exposition : « *L'utilisation d'instruments financiers à terme, conditionnels ou non, fait partie intégrante du processus d'investissement, en raison de leur avantage en matière de liquidité et de leur rapport coût/efficacité. Ils permettent d'intervenir rapidement en substitution de titres vifs notamment à l'occasion des mouvements de flux liés aux souscriptions/rachats ou en cas de circonstances particulières comme les fluctuations importantes des marchés* ». Les instruments peuvent être échangés sur les marchés réglementés comme de gré à gré. Cette utilisation n'est pas conforme aux dispositions de l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale qui prévoit notamment que les IFT 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* ».

[290] L'OPCVM peut « se trouver ponctuellement en position débitrice » et emprunter dans la limite de 10% de son actif.

[291] Le FCP peut prendre ou mettre des titres en pension<sup>11</sup> ainsi que mettre en œuvre des stratégies « sell and buy back » et « buy and sell back »<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> La pension est définie à l'article L. 211-27 du code monétaire et financier : « *La pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus* ».

- [292] La mission observe qu'aucune référence aux dispositions du code de la sécurité sociale ne figure dans le prospectus.
- [293] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [294] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire délégué s'engage « *faire ce qui est en son pouvoir pour que les transactions conclues dans le cadre de la gestion du portefeuille fassent l'objet de frais de courtage et/ou de marges correspondant à ce qui est habituellement perçu pour des transactions d'un montant comparable et représentant les mêmes caractéristiques auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* ». Le FCP prévoit les frais suivants :

Tableau 31 : FCP Icare frais de gestion

Actif net du fonds	Frais TTC
De 0 à 90 M€	0,11%
Au-delà de 90 M€	0,09%

- [295] La convention ne précise pas la base temporelle sur laquelle ces frais s'appliquent. Les frais sont prélevés mensuellement.
- [296] Le gérant perçoit en outre une commission annuelle de 4 000 € HT, rétrocédée intégralement à AMADEIS.

### **1.10. FCP MOUSQUETAIRE**

- [297] Le FCP a été établi par convention du 7 mai 2004.
- [298] Au 31 décembre 2011, le FCP MOUSQUETAIRE était inscrit au bilan pour une valeur de 36,9 M€. Il est géré par la société SOMARGEST. BNPPARIBAS SECURITIES SERVICES est dépositaire du fonds.
- [299] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [300] Les dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale sont annexées à la convention de gestion.
- [301] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [302] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire délégué s'engage « *à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* » (best execution).
- [303] Le FCP prévoit une commission de gestion financière à hauteur de 0,50% de l'actif net du fonds.
- [304] Le taux de courtage maximum est établi à 0,15% HT.
- [305] Enfin, les frais de commissariat aux comptes étaient initialement fixés à 2 990 € TTC « *susceptibles d'ajustement dans la limite au plus de 10%* ».

### **1.11. FCP SATURNE ACTIONS AMÉRICAINES**

- [306] Le FCP a été établi par convention du 3 juin 2002.

<sup>12</sup> Ces opérations se distinguent de la prise ou de la mise en pension dans leur traitement comptable, la possibilité de les pratiquer sur tous les instruments. Surtout, l'achat et la vente ne sont pas nécessairement effectués auprès des mêmes opérateurs.

- [307] Au 31 décembre 2011, le FCP SATURNE ACTIONS AMÉRICAINES était inscrit au bilan pour une valeur de 31,8 M€. Il est géré par UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES est dépositaire du fonds.
- [308] L'annexe 1 de la convention précisant les actifs susceptibles d'être détenus par la FCP n'est pas conforme aux dispositions de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale :
- Les précisions concernant les marchés sur lesquels les actifs doivent être négociés sont absentes. La devise dans laquelle les placements – et notamment les obligations – doivent être libellés n'est pas plus précisée.
  - Les conditions d'admissibilité des BMTN ne figurent pas dans l'annexe.
  - Les parts de groupements forestiers ne sont pas admissibles.
  - Les valeurs mobilières non cotées ne sont pas admissibles.
- [309] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [310] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire s'engage « *à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* » (best execution).
- [311] Le FCP prévoit une commission de gestion financière à hauteur de 0,40% de l'actif net du fonds, augmentée le cas échéant d'une commission de surperformance de 10% de la surperformance de l'OPCVM par rapport à l'indice de référence.
- [312] Le taux de courtage « *pratiqué généralement [...] en Europe* » est établi à 0,20% HT.
- [313] Enfin, les frais de commissariat aux comptes étaient initialement fixés à 3 600 € HT « *susceptibles d'ajustement dans la limite au plus de 10%* ».

### **1.12. FCP SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES**

- [314] Le FCP a été établi par convention du 14 mai 2004, avenantée le 8 septembre 2004.
- [315] Au 31 décembre 2011, le FCP SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES était inscrit au bilan pour une valeur de 56,8 M€. Il est géré par UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT FRANCE qui a conclu « *une convention définissant les missions afférentes à la gestion financière des actifs du FCP [...] dédiés à la CRPN* » avec UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT UK. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES est dépositaire du fonds.
- [316] Les dispositions des articles R. 623-3 du code de la sécurité sociale sont annexées à la convention de gestion.
- [317] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [318] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gestionnaire délégué s'engage « *à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* » (best execution). Le FCP prévoit les frais de gestion financière suivants :

Tableau 32 : FCP Saturne actions européennes frais de gestion

Actif net du fonds	Frais TTC
De 0 à 20 M€	0,40%
De 20 à 40 M€	0,37%
De 40 à 60 M€	0,35%
Au-delà de 60 M€	0,33%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

[319] Enfin, les frais de commissariat aux comptes étaient initialement fixés à 3 048,98 € TTC « susceptibles d'ajustement dans la limite au plus de 10% ».

### 1.13. FCP URANUS 2

[320] Le FCP a été établi par convention du 24 mars 2011, avenantée le 23 novembre 2011 (modification des règles d'investissement).

**Réponse de l'organisme :** La date de création du fonds Uranus est le 28 novembre 2008.

**Observation de la mission :** Vu.

[321] Au 31 décembre 2011, le FCP URANUS 2 était inscrit au bilan pour une valeur de 944,9 M€. Il est géré par AMUNDI et déposé auprès de BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES.

[322] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.

[323] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.

[324] L'objectif du fonds est « d'optimiser sa performance sur la durée de placement recommandée par un placement sur les marchés financiers taux, libellés en euro. Le principal moteur de performance utilisé pour atteindre l'objectif de gestion est l'exposition aux marges de crédit offertes par les émetteurs privés de la zone euro ». La durée de placement recommandée n'est pas précisée dans la convention.

[325] Le portefeuille est principalement investi en obligations cotées de la zone euro. Les obligations éligibles sont définies par leur zone géographique (États membres de l'OCDE) et leur notation (BBB- au moins pour les titres longs). La maturité cible des titres dépend de l'émetteur et de la nature de l'émission :

- sans limite pour les émetteurs souverains ;
- maturité inférieure à 5 ans pour les autres émetteurs, 20% de ces titres pouvant excéder cette limite ;
- en fonction de « la vraisemblance de l'exercice du call » pour les « titres assortis d'un call émetteur ».

[326] La fourchette de sensibilité est stipulée être comprise entre 0 et 10, ce qui signifie qu'il est possible au fonds de s'exposer de telle manière qu'il amplifierait d'un facteur 10 les mouvements de taux.

[327] À titre secondaire, le FCP peut être investi en OPCVM coordonnés.

- [328] 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 ». 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 ».
- [329] Le FCP peut en outre détenir dans la limite de 10% de son actif des instruments financiers à terme de manière indirecte, via des EMTN puttable et obligations convertibles.
- [330] Le FCP peut en outre « recourir aux prises et mises en pension dans la limite de 100% de son actif » et « recourir aux prêts et emprunts de titres dans la limite de 100% de son actif ».
- [331] Les « frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds », c'est-à-dire de la caisse. Le gérant s'engage « à faire ce qui est en son pouvoir pour que les transactions conclues [...] fassent l'objet de frais de courtage et/ou de marges correspondant à ce qui est habituellement perçu pour des transactions d'un montant comparable et représentant les mêmes caractéristiques auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers ». Le FCP prévoit les frais de gestion financière suivants :

Tableau 33 : FCP Uranus 2 Frais de gestion

Actif net du fonds	Frais TTC
De 0 à 200 M€	0,08%
De 200 à 300 M€	0,07%
De 300 à 400 M€	0,06%
Au-delà de 400 M€	0,05%

Source : Examen IGAS conventions et prospectus

- [332] Ces frais incluent entre autres les honoraires des commissaires aux comptes.

#### **1.14. FCP ZÉPHYR**

- [333] Le FCP a été établi par convention du 4 juillet 2005.
- [334] Au 31 décembre 2011, le FCP SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES était inscrit au bilan pour une valeur de 1,6 M€. Il est géré par ADDAX ASSET MANAGEMENT France. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES est dépositaire du fonds.
- [335] La convention, établie pour une durée indéterminée, est susceptible d'être dénoncée sans préavis par la caisse.
- [336] La convention ne prévoit pas de clause compromissoire. Les litiges concernant cet instrument se règlent devant une juridiction française.
- [337] Les dispositions des articles R. 623-3 du code de la sécurité sociale sont annexées à la convention de gestion.
- [338] Le FCP ZÉPHYR est un fonds de fonds alternatifs avec un objectif de rendement absolu et pouvant appliquer toutes sortes de stratégies. Toutefois, « les fonds qui interviennent exclusivement sur le distressed securities et le short only » ne peuvent représenter plus de 5% de l'actif du FCP. Le risque de change est systématiquement couvert.

- [339] Les « *frais de transaction générés par les opérations sur portefeuille sont à la charge du fonds* », c'est-à-dire de la caisse. Le gérant s'engage « *à rechercher les meilleures conditions de courtage auprès d'une pluralité d'intermédiaires financiers* » (best execution).
- [340] Le FCP prévoit des frais de gestion financière d'un montant de 0,30% par an de l'actif brut (évalué à chaque valeur liquidative). Les rétrocessions de commission sont acquises au fonds et s'élèvent à 0,90%.

## **2. OBJECTIFS DE GESTION DES OPCVM DEDIES**

- [341] Le tableau suivant résume les objectifs de gestion des OPCVM dédiés détenus par la caisse tels qu'ils apparaissent dans les conventions de gestion :

FCP	Objectifs de gestion / politique de placement	Cadrage
ARIANE AMÉRIQUE	« Le fonds a pour objectif de surperformer le marché des grandes capitalisations américaines [...]. Le fonds est géré selon un type « value », c'est-à-dire qu'il est investi en priorité sur des titres dont la valeur boursière est temporairement sous-évaluée »	Indice : S&P 500 Risque : TE de 6% Taux de rotation max : 200%
ARIANE ASIE	« L'objectif de gestion est d'obtenir la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini. [...] Le fonds est principalement investi en actions [de certains pays asiatiques] négociées sur un marché réglementé ».	Indice : 40% MSCI Japan + 40% MSCI AC Far East Free ex-Japan + 18% MSCI Australia + 2% MSCI New Zealand (converti en €) Risque : TE de 8 à 10% Taux de rotation max : 700%
BELUGA	« Le fonds a pour objectif de surperformer le marché des grandes capitalisations européennes, en obtenant la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini ».	Indice : MSCI Europe Risque : TE de 3% Taux de rotation max : 200%
CARAVELLE	« Le fonds a pour objectif de surperformer le marché des grandes capitalisations américaines ».	Indice : S&P 500 Risque : TE de 5% Taux de rotation max : 200%
COLIBRI	« La gestion s'efforcera de faire progresser la valeur liquidative sur la durée de placement recommandée et de surperformer l'indicateur de référence »	Indice : selon poches Risque : - Taux de rotation max : non précisé
CS ALPHA JET	« offrir [...] une performance supérieure à celle de l'indice EONIA sur un horizon long terme ».	Indice : non Risque : volatilité < 5% Taux de rotation max : non précisé
ÉOLE	« L'objectif de gestion est d'obtenir la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini. [...] Le fonds est principalement investi en actions américaines négociées sur un marché réglementé ».	Indice : S&P 500 Risque : TE de 6% Taux de rotation max : 100%
GALAXIE	« L'objectif de gestion du Fonds est d'adopter une politique d'investissement visant la valorisation des sommes investies à long terme, à travers des stratégies variées à moyen et long terme sur les marchés de taux, du crédit et d'actions »	Indice : - Risque : - Taux de rotation max : non précisé
ICARE	« L'objectif du FCP est de chercher à répliquer la performance de l'indicateur de référence MSCI Europe, à la hausse comme à la baisse, diminuée des frais de fonctionnement et de gestion, [...] de transaction et de la fiscalité [...]. L'équipe de gestion utilisera une méthode de réplification pure de l'indice visant à répliquer ligne par ligne la composition du benchmark ».	Indice : MSCI Europe Risque : TE entre 3 et 8% Taux de rotation max : 100%

MOUSQUETAIRE	« Le fonds a pour objectif de surperformer le marché des petites et moyennes capitalisations de la zone euro, en obtenant la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini ».	Indice : HSBC smaller euroland total return Risque : TE de 5% Taux de rotation max : 100%
OSATURNE ACTIONS AMÉRICAINES	« L'objectif de gestion est d'obtenir la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini. [...] Le fonds est principalement investi en actions américaines négociées sur un marché réglementé ».	Indice : S&P 500 Risque : TE de 6% Taux de rotation max : 100%
SATURNE ACTIONS EUROPÉENNES	« L'objectif de gestion est d'obtenir la meilleure performance possible dans un cadre de risque défini. [...] Le fonds est principalement investi à hauteur de 50% de son actif net, en actions européennes de grande capitalisation [...] négociées sur un marché réglementé ».	Indice : MSCI Europe Risque : TE de 1% Taux de rotation max : non précisé
URANUS 2	« optimiser [l]a performance [...] par un placement sur les marchés financiers taux, libellées en euro »	Indice : - Risque : sensibilité comprise entre 1 et 10 Taux de rotation max : non précisé
ZÉPHYR	« Le fonds [...] a un objectif de rendement absolu »	Indice : - Risque : - Taux de rotation max : non précisé

Tableau 34 : Objectifs de gestion des OPCVM dédiés

### 3. REPORTING (AMADEIS)

[342] La société AMADEIS effectue un contrôle le respect des clauses conventionnelles par les gérants de chaque OPCVM dédié (à l'exception du FCP GALAXIE) de manière hebdomadaire, mensuelle et trimestrielle. La fiche hebdomadaire retrace le suivi du respect des points :

Tableau 35 : Points suivis dans la fiche hebdomadaire AMADEIS

Catégorie de contrainte	Contrainte
Contraintes conventionnelles	- Marchés autorisés - Pays autorisés - Limites d'utilisation des OPCVM - Limites d'utilisation des produits dérivés
Contraintes réglementaires et statutaires	- Ratios de composition d'actifs (dépôts, instruments financiers, OPCVM, cessions et acquisitions temporaires d'actifs, emprunts d'espèces, liquidités, actifs dérogatoires) - Ratios d'engagement (intervention sur les marchés à terme, contrats à terme sur taux ou change, contrats de gré à gré) - Ratios d'émetteurs et contrepartie (dépôts et liquidités, OPCVM, instruments financiers cotés, obligations foncières) - Ratios d'emprise et dispersion (instruments financiers, OPCVM, FCC)
Comptes d'espèces	Découvert / solde créditeur
Cours forcés	Cours forcés

Source : CRPN

[343] La fiche mensuelle retrace l'allocation sectorielle et géographique des actifs détenus par chaque OPCVM.

[344] La fiche trimestrielle retrace le suivi des frais perçus par les OPCVM dédiés ainsi que du taux de rotation du portefeuille :

- Frais de gestion (ventilés en frais fixes, frais d'administration, dépositaire, commissariat aux comptes, autres frais et rétrocessions de commissions) ;
- Frais de courtage ;
- Taux de rotation (définitions AMF et CRPN).



# Annexe 10. Analyse du portefeuille mobilier

## 1. LE PORTEFEUILLE ET SES EVOLUTIONS DE 2006 A 2011

### 1.1. La structure et la composition du portefeuille

[345] La présente annexe s'attache à analyser le portefeuille de valeurs mobilières de la CRPN. Les placements immobiliers font l'objet d'une annexe particulière.

[346] Le tableau ci-dessous présente la répartition du portefeuille de valeurs mobilières selon les catégories de l'allocation stratégique approuvée par le conseil d'administration.

Tableau 36 : Evolution de la répartition du portefeuille financier, hors immobilier, en valeur de réalisation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Monétaire	6,8%	11,3%	4,2%	2,7%	0,6%	4,2%
Obligations et assimilés	39,8%	33,6%	43,4%	26,6%	19,7%	16,6%
OPCVM de taux	2,6%	0,9%	10,7%	24,3%	29,7%	34,3%
Actions Europe	28,3%	28,2%	20,6%	25,0%	27,4%	22,2%
Actions hors Europe	16,5%	15,5%	12,7%	15,4%	17,3%	16,7%
Gestion diversifiée	6,0%	10,4%	8,4%	5,3%	5,4%	6,1%

Source : CRPN.

[347] Bien qu'ayant connu des évolutions au cours des dernières années, les ordres de grandeurs des grandes masses restent constants. Les actifs « de taux » représentent 40 % à 50 % du portefeuille de placements hors immobilier. La part des actions se situe aux environs de 35 % - 45 %, le reliquat se répartissant entre les actifs de court terme (monétaire) et les actifs dits « diversifiés ». Cette dernière catégorie d'investissements fait l'objet d'une analyse détaillée au point 1.5.

[348] La gestion des différents placements détenus par la caisse peut être directe, ou bien déléguée à des intermédiaires financiers. De fait, une partie des valeurs mobilières est détenue au travers d'OPCVM, qui peuvent être « ouverts » (sous-entendu, à tout investisseur) ou dédiés à la caisse. À la clôture de l'exercice comptable 2011, les investissements souscrits par le biais d'OPCVM représentent 76 % de la valeur du portefeuille en valeur nette comptable et en valeur de réalisation.

[349] Les tableaux suivants reprennent la liste des OPCVM ouverts et dédiés détenus à fin 2011.

Tableau 37 : Inventaire des OPCVM ouverts à fin 2011 (M€)

Libellé	Valeur brute	Valeur nette	Valeur de réalisation	Classification AMF
BGF EUROPEAN CLASS I2 EURO	32,9	32,9	40,1	actions communauté européenne
FIDELITY EUROPE	31,1	31,1	32,7	actions communauté européenne
PETERCAM B FD PAEU F CAP	25,4	25,4	32,2	actions communauté européenne
SOURCE MSCI EUROPE	24,4	24,4	27,2	actions communauté européenne
GREAT EUROPEAN MODELS	20	20	20	actions communauté européenne
JUPITER EUROPEAN GROWTH I EUR	19,6	17,9	17,9	actions communauté européenne
SOURCE DJ STX 600 OPT BANKS ETF	6,4	4,4	4,4	actions communauté européenne
SOURCE DJ STX 600 BASIC RES. ETF	3,3	3,2	3,2	actions communauté européenne
SISF US SM&MID CAP EQ I EUR	36,4	36,4	38,8	actions internationales
ROBECO US PREM EQUITIES I EUR NH	29,3	29,3	35,9	actions internationales
FF ASIAN AGRESSIVE	25,1	24,6	24,6	actions internationales
FLF OPPORTUNITIES USA CL.IH C.	21	18	18	actions internationales
L SEL US SEL GROWTH EUR I	16,3	16,3	20,9	actions internationales
VANGUARD US 500 ST IND EUR INS	15,6	15,6	24,1	actions internationales
LYXOR ETF MSCI AC ASIA-PACIFIC	15	15	17,3	actions internationales
SOURCE EMERG MARKET MSCI	11,7	11,4	11,4	actions internationales
ABERDEEN GLOBAL EMERGING MARKETS	10,3	10,2	10,2	actions internationales
VANGUARD JAPAN STOCK IDX INS EUR	8,4	8,4	9,3	actions internationales
SOURCE DJ EUROSTOXX 50 ETF	20,4	20,4	21,1	actions zone euro
BEST BUSINESS MODELS	20	19,9	19,9	actions zone euro
DEXIA INDEX ARBITRAGE	20,8	20,8	20,9	diversifié
UBAM CONVERTIBLES EUROPE	18,2	15,8	15,8	diversifié
CONVICTIONS PREMIUM – S	14,8	13,2	13,2	diversifié
CPR CONVEXITE C	13,9	13,8	13,8	diversifié
NOBC EUROPE CV I	12,5	10,5	10,5	diversifié
CARMIGNAC COMMODITES A	10,4	10,2	10,2	diversifié
BGF WORLD ENERGY I EUR CAP C	10	8,8	8,8	diversifié
EXANE ARCHIMEDES FUND A	10	10	10,4	diversifié
EXANE CERES FUNDS A	5	5	5,2	diversifié
EXANE TEMPLIERS FUND A	5	5	5	diversifié
ALTIPRO III SP	0	0	0,3	diversifié
AMUNDI TRESO CORPORATE	115,7	115,7	115,8	monétaire euro
CPR CASH P	9,1	9,1	9,2	monétaire euro
OBJECTIF CREDIT C	9,5	8,4	8,4	obligations et titres de créance euro
<b>Total</b>	<b>647,6</b>	<b>631,1</b>	<b>676,7</b>	

Source : CRPN.

Tableau 38 : Inventaire des OPCVM dédiés à fin 2011 (M€)

Libellé	Valeur nette Comptable	Valeur de réalisation	classification AMF
ICARE FCP	117	117	actions communauté européenne
BELUGA	59,2	68,6	actions communauté européenne
SATURNE EUROPE FCP	56,8	60,1	actions communauté européenne
ARIANE AMERIQUE	37,6	42,3	actions internationales
CARAVELLE ACTIONS US	64,6	78,3	actions internationales
ARIANE ASIE FCP	47,4	49,1	actions internationales
EOLE ACTIONS US FCP	40,4	44,5	actions internationales
COLIBRI	35,9	42,5	actions internationales
SATURNE ACTIONS US FCP	31	34,6	actions internationales
MOUSQUETAIRE	36,9	47,4	actions zone euro
GALAXIE	49,2	49,2	diversifié
ZEPHYR	1,6	1,6	diversifié
CS ALPHA JET	0,1	0,1	diversifié
URANUS 2	944,9	984,9	obligations et titres de créance euro
<b>Total</b>	<b>1 523,5</b>	<b>1 620,2</b>	

Source : CRPN.

- [350] Les OPCVM dédiés à la caisse représentent 71 % des OPCVM et 54 % du total des placements mobiliers en valeur nette comptable et en valeur de réalisation.
- [351] La proportion d'investissements effectués via des OPCVM est stable au cours des derniers exercices. Néanmoins, au cours de la période sous revue (2006-2011), il est à noter une croissance de la part des investissements sous forme d'OPCVM dédiés. En 2006 et en 2007, ces derniers ne représentaient qu'un peu moins de 50 % des OPCVM souscrits.
- [352] Les OPCVM sont principalement investis sur les marchés actions et, dans une moindre mesure, en produits dits « diversifiés ». Si la caisse gère en direct un portefeuille d'actions de sociétés ayant leur siège social en Europe, en revanche, elle investit dans d'autres zones géographiques à l'aide d'OPCVM actions.
- [353] Seul un OPCVM, le fonds Uranus, est investi en titres de créance tels que des obligations. Cet OPCVM dédié – dans lequel la CRPN est co-gestionnaire – représente une part importante du portefeuille global avec une valeur nette comptable de 945 M€ à la clôture 2011.

## 1.2. Les performances

- [354] L'analyse des performances d'un portefeuille est une tâche délicate. En particulier, les entrées et sorties, liées par exemple à la compensation des déficits annuels du régime, viennent affecter le périmètre d'étude.
- [355] Les évolutions de la valeur nette comptable et de la valeur de réalisation des diverses poches du portefeuille sont reprises dans les tableaux ci-dessous.

Tableau 39 : Valeur nette comptable au 31 décembre (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIONS ET TITRES A REVENU VARIABLE	281,6	309,4	239,5	193,8	238,9	221,4
OPCVM INCLUANT TITRES A REVENU VAR.	988,6	1 147,1	790,8	1 056,3	1 085,3	957,5
OPCVM DE TITRES A REVENU FIXE	287,9	179,4	375,2	721,1	873,4	1 118,2
OBLIGATIONS ET TITRES A REVENU FIXE	1 150,0	1 245,5	1 043,9	727,5	597,8	476
FCPR (fonds communs de placement à risque)	2,4	8,1	14,8	23,4	31,9	54,6
PLACEMENTS EN EXTINCTION	2,6	2,8	0	0	0	0
DEPOTS	94,5	0,1	0	0	0	0
COMPTE COURANT EURO	0	2,8	0	0	0	0
<b>TOTAL DES PLACEMENTS FINANCIERS</b>	<b>2 807,8</b>	<b>2 895,2</b>	<b>2 464,3</b>	<b>2 722,1</b>	<b>2 827,4</b>	<b>2 827,8</b>
<b>EVOLUTION DU TOTAL SUR LA PERIODE</b>		<b>3,1%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,7%</b>

Source : CRPN.

Tableau 40 : Valeur de réalisation au 31 décembre (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIONS ET TITRES A REVENU VARIABLE	361,4	390,2	246,2	215,4	279,1	243,1
OPCVM INCLUANT TITRES A REVENU VAR.	1 257,4	1 333,2	790,8	1 090,7	1 256,3	1 053,7
OPCVM DE TITRES A REVENU FIXE	299,7	186	375,6	774,8	947,9	1 158,4
OBLIGATIONS ET TITRES A REVENU FIXE	1 177,0	1 284,9	1 099,3	763,9	617,5	497,1
FCPR	2,4	9	15,3	23,5	33	57,4
PLACEMENTS EN EXTINCTION	2,7	3,1	0,1	0,2	0,1	0
DEPOTS	96,2	0,1	0	0	0	0
COMPTE COURANT EURO	0	2,8	0	0	0	0
<b>TOTAL DES PLACEMENTS FINANCIERS</b>	<b>3 196,7</b>	<b>3 209,2</b>	<b>2 527,3</b>	<b>2 868,5</b>	<b>3 133,8</b>	<b>3 009,7</b>
<b>EVOLUTION DU TOTAL SUR LA PERIODE</b>		<b>0,4%</b>	<b>-20,9%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-5,9%</b>

Source : CRPN.

[356] Ces données permettent d'appréhender l'évolution des montants détenus dans les différentes classes d'actifs. Toutefois, elles ne sauraient suffire à apprécier la performance des différentes classes : elles gagnent à être complétées par l'analyse des résultats financiers (Cf. annexe 3 Revue analytique des comptes) et à être retraitées afin de tenir compte des variations de périmètre du portefeuille. Le tableau suivant fournit le résultat de ce retraitement.

Tableau 41 : Evolution des performances du portefeuille, hors immobilier, en valeur de réalisation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Montant des réserves (M€)	3 176,7	3 204,9	2 534,4	2 868,5	3 140,3	3 009,7
Performance annuelle absolue (M€)	207,4	79,8	-495,7	444,9	311,8	-86,1
Performance annuelle relative	+6,53%	+2,49%	-19,56%	+15,51%	+9,93%	-2,86%

Source : CRPN.

- [357] La volatilité des performances observées est la conséquence de deux effets. En temps de crise et en période de forte volatilité des marchés, la volatilité des cours induit une volatilité des performances.
- [358] Toutefois, une part importante de la volatilité des performances annuelles est due à la segmentation du portefeuille. Par exemple, la performance de l'année 2010 est la résultante d'une performance de + 5,2 % des investissements en obligations, de + 12,8 % des actions européennes, de + 22,3 % des actions américaines et de + 7,9 % de la poche diversifiée. Le rendement de cette dernière poche étant lui-même fortement impacté par le rendement des fonds investis en actions d'entreprises liées aux marchés des matières premières (+ 42 %). Aussi, les différentes poches doivent être analysées de manière séparée.

### **1.3. La gestion des actions**

- [359] Les actions émises par des sociétés d'origine européenne sont détenues par la caisse soit de manière directe, soit par le biais d'OPCVM.
- [360] Fin 2011, soixante-trois titres sont détenus en direct et représentent 142,6 M€ en valeur nette comptable (VNC). La part détenue au travers de fonds s'élève quant à elle à 912,5 M€ (VNC) et est composée à 58 % de fonds dédiés.

**Réponse de l'organisme :** *Le nombre de titres actions détenus en direct dans le portefeuille fin 2011 est de 57 titres pour une valeur nette comptable de 142,6 M€.*

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

- [361] La sélection des titres est effectuée par le gérant du portefeuille d'actions qui rédige pour chaque titre une fiche mettant en avant les forces et les faiblesses de l'entreprise concernée. Il a également pour rôle de choisir les OPCVM investis principalement en actions – ouvert ou dédiés – dans lesquels la caisse est susceptible d'investir. Le gestionnaire se voit aussi confier le suivi des OPCVM investis en actions.
- [362] L'objectif de gestion mis en avant par la caisse est l'obtention d'un rendement supérieur à celle de l'indice de référence, soit le MSCI Europe.

### **1.4. La gestion obligataire**

- [363] Les attributions et compétences du gérant obligataire s'apparentent à celles du gérant du portefeuille d'actions.
- [364] Comme pour la gestion des actions, la gestion obligataire est jugée à l'aune d'un indice de référence : l'EuroMTS Global. Du fait de ce mode de gestion, la durée<sup>13</sup> des titres, tout comme l'allocation géographique du portefeuille ont vocation à être proches de celles de l'indice de référence.
- [365] En ce qui concerne la gestion des risques, des limites d'exposition par notation de crédit et par émetteur existent. Toutefois, il n'existe pas de limite par groupe d'émetteur destiné à encadrer plus avant le risque de concentration.

**Réponse de l'organisme :** *Dans le tableau de suivi des limites du portefeuille obligataire, les limites par émetteurs s'entendent par groupe d'émetteurs.*

---

<sup>13</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.

**Observation de la mission :** *En principe, les limites par groupe d'émetteur incluent les émetteurs d'un même groupe quelle que soit la nature du titre émis.*

Tableau 42 : Limites d'exposition par notation et par émetteur à fin 2011

	Limite de la poche en fonction du total de la poche obligataire		Limite par émetteur
Etats AAA			
Etats zone euro AA+ à BBB-	35%		
Agence ou supranationaux AAA			5%
AAA	50%	60%	3%
AA+ à A-	40%		2%
dont > 5 ans	10%		
BBB+ à BBB-	20%		1%
dont non noté assimilable à >BBB-	2%		
dont senior dégradé			
Subordonné >BBB-	15%		1%
dont Tier 2	15%		
dont Tier 1	5%		
dont subordonné dégradé			

Source : CRPN.

Tableau 43 : Répartition par notation des titres de créance détenus en direct et par le fonds dédié Uranus

	2007	2008	2009	2010	2011
AAA	75,1%	69,1%	48,4%	44,7%	52,7%
AA	6,2%	4,7%	12,4%	8,6%	3,6%
A	12,4%	14,1%	23,4%	29,4%	20,6%
BBB	6,3%	12,1%	15,3%	14,2%	18,9%
<i>Below Investment grade</i>	0,0%	0,0%	0,6%	2,3%	3,0%
Non noté	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,2%

Source : CRPN, Rapports d'activité.

[366] A fin 2011, le fonds Uranus contient des swaps de taux et de devises<sup>14</sup> afin de couvrir le risque de change des trois lignes obligataires libellées en dollars américains.

### 1.5. La gestion « diversifiée »

[367] La gestion diversifiée a été introduite au sein de la caisse au cours de l'année 2000. Ce mode de gestion fait suite à la multigestion alternative.

[368] L'objectif de ce compartiment est l'investissement dans des produits assurant à la fois une diversification du portefeuille et une dé-corrélation des titres détenus par ailleurs. Par conséquent,

<sup>14</sup> Un *swap* est un accord conclu entre deux parties qui s'échangent un montant déterminé de devises étrangères et s'engagent mutuellement à effectuer régulièrement des paiements correspondant aux intérêts ainsi qu'à se rendre le montant échangé à une échéance déterminée. Les taux permettant de calculer les intérêts étant déterminés a priori, un tel contrat permet de fixer, au moment de la signature du contrat, la valeur du taux de change futur. En anglais, ces *swaps* sont appelés *cross currency swap* ou *currency interest rate swap*.

les rendements des actifs de la poche diversifiée ont vocation à être faiblement corrélés aux rendements des actions, des obligations et de l'immobilier.

[369] Les stratégies mises en œuvre sont ici de deux types.

[370] La première, simple dans son principe, est le reflet d'une volonté d'investir dans le capital risque. Cette volonté se traduit par des investissements sous forme de fonds communs de placement à risque (FCPR), qui sont des OPCVM dont les gérants n'ont qu'une seule obligation légale : détenir plus de 50 % de l'actif du fonds en sociétés non cotées<sup>15</sup>. Les capitaux sont donc destinés à financer des entreprises non cotées et le plus souvent de création récente. En outre, le souscripteur d'un FCPR s'engage sur une durée généralement comprise entre 10 et 12 ans et ne peut donc racheter ses parts avant la date fixée au contrat. **Ces deux caractéristiques font des FCPR un outil de financement d'entreprises peu liquide et particulièrement opaque.**

**Réponse de l'organisme :** *Dans ses choix de FCPR, la CRPN a privilégié les segments du mid-market européen du capital développement et capital transmission qui opèrent sur des entreprises déjà matures. Les engagements indirects sur le segment du capital risque qui cible de jeunes entreprises en forte croissance est très marginal (au maximum 3% de nos engagements).*

*En cas de vente forcée, il existe un marché secondaire pour les parts de FCPR. Tous les règlements autorisent ces cessions avant le terme du FCPR, avec accord de la Société de Gestion du FCPR.*

**Observation de la mission :** *La caisse n'apporte pas d'éléments démontrant la liquidité réelle et la transparence des instruments détenus Observation maintenue.*

[371] Le second type de stratégie diversifiée développé par la caisse est plus difficile à caractériser. L'idée sous-jacente à ce second volet est l'acquisition d'actifs négociés sur des marchés décorrélés des marchés classiques. On trouve ainsi dans ce compartiment des investissements en obligations convertibles, en actions de sociétés liées aux marchés de matières premières, en fonds de gestion alternative ou encore en produits structurés ou titrisés<sup>16</sup>. Peu de ces titres sont détenus en direct.

Tableau 44 : Valorisation et part des FCPR et OPCVM diversifiés en proportion de l'actif total en valeur de réalisation

M€	2007	2008	2009	2010	2011
FCPR	9,0	15,3	23,5	33,0	57,4
	3,0%	0,6%	0,8	1,1%	1,9%
OPCVM diversifiés	210,0	129,7	102,9	104,6	76,6
	6,6%	5,1%	3,6%	3,3%	2,5%

Source : CRPN.

[372] Les tableaux suivants fournissent les principales caractéristiques des OPCVM diversifiés présents dans la caisse entre 2009 et 2011. L'année 2008, année de crise particulièrement pénalisante pour ce type de produits, n'a pas été considérée ici. Les paragraphes suivants développent les diverses stratégies dans leurs grandes lignes.

<sup>15</sup> L. 214-28 du code monétaire et financier.

<sup>16</sup> Certains de ces produits, émis sous forme d'EMTN, sont considérés par la caisse comme entrant dans la catégorie des obligations et non dans la poche diversifiée. Si juridiquement un EMTN est un titre de créance, ses caractéristiques peuvent être bien différentes de celle d'une obligation classique. En conséquent, la mission assimilera souvent ces titres à des produits « diversifiés ».

**Réponse de l'organisme :** *Dans le tableau 44, les OPCVM diversifiés figurent pour un montant de 76,6 M€ fin 2011. Dans le tableau 45 ils sont totalisés à 164,9 M€ soit un écart de 88,3M€. La moitié de cet écart provient de l'inclusion dans ce dernier tableau d'OPCVM d'obligations convertibles qui ne font pas partie de la « gestion diversifiée » mais qui sont rattachés au portefeuille obligataire.*

**Observation de la mission :** *Le mot «diversifié » peut revêtir plusieurs significations selon que l'on se place du point de vue juridique ou de celui de l'utilisation qui en est faite dans le jargon financier. Les OPCVM diversifiés mentionnés par le tableau 45 sont ceux entrant dans la catégorie AMF des OPCVM diversifiés. En l'occurrence, les données du tableau 45 sont issues de l'état détaillé que la mission a demandé à la CRPN :le classement d'un montant de 164,9 M€ en OPCVM diversifié est donc le fait de la caisse. La mission invite la caisse à s'astreindre à plus de précision pour ce qui est des documents qu'elle produit : le tableau 44 reprend des données que la caisse a produites par ailleurs.*

Tableau 45 : Inventaires des fonds diversifiés et de leur valorisation (k€) de 2009 à 2011

2011	Valeur brute	Dépréciations	Valeur nette	Valeur de réalisation	Plus ou moins value	OPCVM
ALTIPRO III SP				258		non dédié
BGF WORLD ENERGY I EUR CAP C	9 981	-1 229	8 752	8 752	-12%	non dédié
CARMIGNAC COMMODITES A	10 404	-246	10 158	10 158	-2%	non dédié
CONVICTIONS PREMIUM – S	14 797	-1 624	13 173	13 173	-11%	non dédié
CPR CONVEXITE C	13 928	-144	13 784	13 784	-1%	non dédié
CS ALPHA JET	290	-145	145	145	-50%	Dédié
DEXIA INDEX ARBITRAGE	20 774		20 774	20 867	0%	non dédié
EXANE ARCHIMEDES FUND A	10 000		10 000	10 386	4%	non dédié
EXANE CERES FUNDS A	5 000		5 000	5 156	3%	non dédié
EXANE TEMPLIERS FUND A	5 000		5 000	5 036	1%	non dédié
GALAXIE	55 309	-6 093	49 216	49 216	-11%	Dédié
NOBC EUROPE CV I	12 535	-1 990	10 545	10 545	-16%	non dédié
UBAM CONVERTIBLES EUROPE	18 179	-2 380	15 799	15 799	-13%	non dédié
ZEPHYR	2 258	-621	1 637	1 637	-28%	Dédié
<b>Total</b>	<b>178 454</b>	<b>-14 471</b>	<b>163 983</b>	<b>164 910</b>	<b>-8%</b>	
<b>2010</b>						
ALTIPRO III SP				265,48476		non dédié
CONVICTIONS PREMIUM – S	9895		9895	10054	2%	non dédié
CS ALPHA JET	290	-122	168	168,06486	-42%	Dédié
EXANE ARCHIMEDES FUND A	10 000	-2	9 998	9 998	0%	non dédié
EXANE TEMPLIERS FUND A	5 000		5 000	5 013	0%	non dédié
GALAXIE	104 131		104 131	107 357	3%	Dédié
GENERALI EURO CONVERTIBLES C	16 880		16 880	20 418	21%	non dédié
VENUS	128 306		128 306	134 210	5%	Dédié
ZEPHYR	3 400	-382	3 018	3 018	-11%	Dédié
<b>Total</b>	<b>277 903</b>	<b>-506</b>	<b>277 397</b>	<b>290 500</b>	<b>5%</b>	
<b>2009</b>						
ALTIPRO III SP	-			624		non dédié
CS ALPHA JET	290	-42	248	248	-15%	dédié
GALAXIE	121 234	-11 750	109 483	109 483	-10%	dédié
GENERALI EURO CONVERTIBLES C	16 880		16 880	20 141	19%	non dédié
MULTI ALTERNATIF SELECT I	13 706	-1 259	12 447	12 447	-9%	
TURQUOISE	15 398	-1 491	13 907	13 907	-10%	
VENUS	134 828	-13 791	121 036	121 036	-10%	Dédié
ZEPHYR	5 964	-708	5 255	5 255	-12%	Dédié
<b>Total</b>	<b>308 299</b>	<b>-29 043</b>	<b>279 256</b>	<b>283 141</b>	<b>-8%</b>	

Source : CRPN.

### 1.5.1. La gestion alternative

[373] Au sein de la CRPN, les fonds de gestion alternative occupent en 2011 une place moins importante que par le passé. Toutefois, certains fonds diversifiés dont Conviction Premium – l'une des lignes les plus importantes à fin 2011 – s'autorisent à investir dans des stratégies de fonds alternatifs.

**Réponse de l'organisme :** *Convictions Premium est un FCP « tous souscripteurs » conformes aux Normes Européennes qui a la possibilité d'utiliser son ratio dérogatoire de 10% pour investir dans des stratégies de gestion alternative.*

**Observation de la mission :** *La réponse de la caisse confirme l'observation qui est maintenue.*

[374] Les principales stratégies de gestion des fonds alternatifs sont rappelées ci-dessous en prenant pour source le prospectus du fonds CS Alpha Jet. CS Alpha Jet étant un OPCVM de fonds alternatifs dédié, la caisse est en mesure de définir ses besoins précisément et de peser sur la convention de gestion. Le texte en italique correspond à des citations directement tirées du prospectus du fonds.

**Long-Short Equity**<sup>17</sup> *Stratégie consistant à prendre aussi bien des positions acheteuses que vendeuses sur des actions dans le but de réduire son exposition au marché.*

**Global Macro** *Prises de positions avec effet de levier, par rapport à des anticipations sur les évolutions des principaux marchés financiers. Les gestionnaires macro économiques [...] concentrent généralement leur attention sur les interventions gouvernementales susceptibles d'affecter les marchés.*

**Fixed income arbitrage** *Positions directionnelles avec effet de levier sur les grands marchés obligataires mondiaux.*

**Managed futures** *Prise de position avec effet de levier essentiellement sur les marchés de futures*<sup>18</sup>.

**Emerging markets** *Investissement dans des actions d'entreprises de pays émergents.*

**Distressed securities** *Les gérants du fonds « achètent de la dette » en investissent sur les titres, certificats et autres émissions de sociétés en difficultés financières (généralement proches du dépôt de bilan).*

**Event driven** *Positions d'achat et de vente sur des actions d'entreprises susceptibles d'être affectées par un événement spécifique (fusion, absorption, etc.). [...] L'horizon des prises de position est généralement à court terme.*

Source : *Prospectus Alphajet*

[375] Les autres stratégies mentionnées par le prospectus sont des variantes des stratégies long/short. CS Alpha Jet s'engage à mettre en œuvre l'ensemble de ces stratégies dans des proportions définies par le prospectus.

### 1.5.2. L'arbitrage statistique

[376] Fin 2011, la ligne la plus importante du portefeuille diversifié, mis à part celle relative au fonds Galaxie qui sera analysée plus bas, correspond à Dexia index arbitrage avec un montant de 21 M€ en valeur nette comptable. L'extrait du prospectus suivant donne un aperçu de la stratégie du fonds.

[377] Le fonds a ainsi vocation à intervenir sur les marchés actions tout en étant neutre aux variations d'ensemble des marchés. Dès lors, il a vocation à mettre en œuvre des stratégies dont le rendement est indépendant des variations des marchés dans son ensemble.

[378] On retrouve des stratégies de gestions alternatives avec une nuance importante quant au processus de sélection des opérations à mener. Ce fonds utilise des analyses quantitatives basées sur des modèles statistiques affinées par des analyses qualitatives. Les signaux susceptibles

<sup>17</sup> « Etre long » est un anglicisme exprimant le fait de détenir une position acheteuse. Inversement, « être short » signifie avoir vendu à découvert. Le terme *equity* désigne les actions.

<sup>18</sup> Traduire par contrat à terme en français. Ce sont des produits dérivés.

d'engendrer les achats et les ventes de titres sont donc en grande partie issus desdits modèles statistiques.

*La stratégie dynamique du portefeuille est une stratégie market-neutral action. Le gérant interviendra sur des stratégies d'arbitrage statistique discrétionnaire en mettant en œuvre des analyses quantitatives affinées par des analyses qualitatives. Toute stratégie d'arbitrage statistique sur les actions présentant un couple rendement/risque en ligne avec l'objectif du fonds est éligible dans notre univers d'investissement, comme par exemple :*

- *l'arbitrage d'événements comme les réajustements indiciels le gérant identifie les actions dont les prix vont être impactés par un changement de statut dans les indices actions.*
- *l'arbitrage d'actifs décotés comme les fonds fermes le gérant analyse les écarts entre le prix d'échange des parts de fonds fermes et la valeur des actifs sous-jacents.*
- *l'arbitrage d'opérations sur titres comme les scissions le gérant identifie les actions dont le prix va être impacté par une scission.*
- *l'arbitrage de valeurs relatives comme l'arbitrage de paires d'actions.*

### **1.5.3. L'investissement dans les actions d'entreprises liées au marché de matières premières**

[379] La caisse intervient dans le monde des matières premières et de l'énergie au travers de fonds (CARMIGNAC COMMODITES et BGF WORLD ENERGY) investissant dans des actions d'entreprises liés à ces mêmes marchés.

[380] D'après son prospectus, l'objectif de la SICAV Carmignac est de : *procurer à ses actionnaires un rendement global aussi élevé que possible et de les faire bénéficier d'une gestion professionnelle. [...] Le compartiment est un fonds actions internationales investi sur l'ensemble du secteur des ressources naturelles (énergie, métaux précieux, métaux de base, matières premières agricoles et bois). Les sociétés dans lequel le compartiment investit opèrent dans le secteur des matières premières, des activités d'extraction, de production, d'enrichissement et/ou de traitement. (...) Elles peuvent être également des sociétés spécialisées dans la production et les services ou équipements pour l'énergie (..) Le Fonds investit sur les places financières du monde entier.*

[381] **Au vu des performances annuelles du fonds (- 55 % en 2008, + 70% en 2009, + 42% en 2010, - 21% en 2011) et de son objectif de gestion – duquel est absente toute notion d'encadrement du risque – la question de la pertinence d'un investissement présentant ces niveaux de volatilité reste posée.**

**Réponse de l'organisme :** *Suite à une analyse de rendement-risque des investissements liés aux matières premières, la CRPN a soldé ses positions sur les fonds concernés.*

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

### **1.5.4. Produits structurés et titrisés**

[382] Un produit structuré est un titre de dette dont le revenu comporte des caractéristiques optionnelles, dans le sens où celui-ci dépend, selon une formule plus ou moins sophistiquée, de la valeur d'un sous-jacent<sup>19</sup> à différentes maturités.

[383] Il est possible de différencier parmi les produits structurés trois types principaux :

- ceux garantissant le capital mais non les coupons ;
- ceux garantissant les coupons mais non le capital. Dans certains cas, le capital peut être « protégé », c'est-à-dire que l'investisseur bénéficie d'une garantie sur un certain pourcentage de son capital ;
- ceux ne garantissant ni les coupons ni le capital.

<sup>19</sup> Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

[384] **La caisse a possédé pendant la période sous revue des produits titrisés et structurés de trois types : CDO, swap de variance et produits « autocallables »**

#### Encadré Collateralized Debt Obligations (CDO)

Un CDO est une structure de titrisation d'actifs financiers. Pour mémoire, la titrisation est la technique de gestion qui consiste à créer une société ad-hoc, que l'on appelle *special purpose vehicle* (SPV), et qui va :

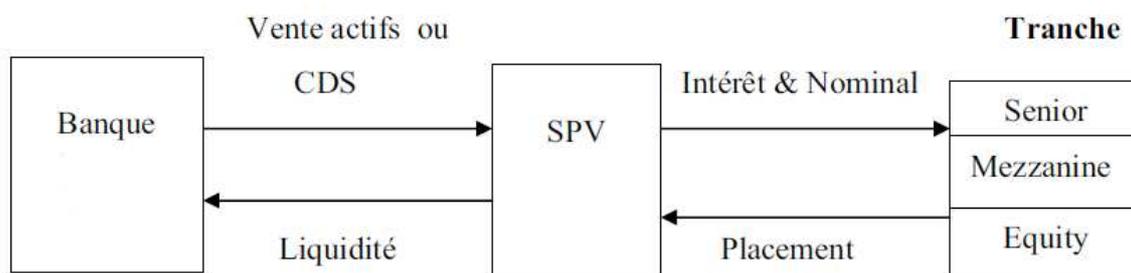
- acheter un ensemble de créances. Ce portefeuille va constituer l'actif du SPV ;
- émettre d'autres créances au « format plus adapté à des investisseurs ». Ces créances émises constituent le passif du SPV et englobent la totalité du risque de crédit du portefeuille qui se trouve à l'actif.

[385] La titrisation présente ainsi la caractéristique de transférer une partie du risque de crédit supporté par une banque à des investisseurs, de la même manière que les particuliers transfèrent le risque de sinistre aux compagnies d'assurances.

[386] La titrisation est souvent réalisée de manière synthétique, c'est-à-dire par le biais de dérivés de crédit. Cela signifie que le SPV achète directement des contrats Credit Default Swap (CDS) (au lieu d'acheter des créances), et investit dans un « collatéral<sup>20</sup> ». Le collatéral assure au SPV un revenu généralement exprimé sous la forme d'un taux d'intérêt. Ce dernier, prenant le plus souvent la forme d'un taux variable, est relativement faible sous l'effet de la bonne notation du collatéral. Parallèlement, les CDS délivrent au SPV un taux d'intérêt supplémentaire (spread) fonction du risque de défaut de l'actif sous-jacent à chaque CDS. La superposition de ces deux structures (collatéral et CDS) permet au SPV d'émettre des titres affichant une rémunération totale du type « taux variable + spread ».

[387] Généralement, les CDO sont découpés en ce que l'on appelle des tranches de séniorité différente qui présentent des rendements et des niveaux de risque distincts. Cette annexe ne s'attardera pas sur ces mécanismes dans la mesure où le détail de leur fonctionnement n'est pas nécessaire à la compréhension des paragraphes suivants.

Schéma 1 : Fonctionnement simplifié d'un CDO



Source : IGAS.

[388] **De tels produits ont pu être acquis par la CRPN au cours des dernières années. Trois CDO synthétiques ont été vendus au début de l'année 2007, instant généralement considéré**

<sup>20</sup> Typiquement, une obligation notée AAA qui présente un risque de défaut faible.

comme le début de la crise des subprimes à partir duquel les marchés du crédit ont commencé à se dégrader.

- [389] Ces trois CDO acquis sous forme d'EMTN représentaient 30 M€ en valeur d'acquisition et auraient pu conduire à des pertes importantes s'ils avaient été vendus plus tardivement.
- [390] A titre de comparaison, figure toujours au bilan de la caisse un quatrième CDO commercialisé par IXIS CIB sous forme d'EMTN. Acquis en 2007, pour 15 M€, sa valeur nette comptable est tombée à 4,1 M€ à fin 2011, soit une chute de 73 % depuis son acquisition.
- [391] Sans même aborder les questions de la performance de ces produits et de leur volatilité, il est important de préciser que ceux-ci sont particulièrement complexes et véhiculent des risques difficiles à évaluer. Au delà même de la question de la compétence nécessaire pour évaluer les risques, le principe de la souscription de tels risques par une caisse de retraite ne va pas de soi.

**Réponse de l'organisme :** *Ces paragraphes font 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). La cession avec plus value a montré la compétence et la réactivité de la CRPN face à ce risque particulier. Cf réponse aux paragraphes aux paragraphes [294] à [296] du rapport.*

**Observation de la mission :** *La caisse lie la réalisation d'une plus-value à sa compétence et sa réactivité d'autre part. 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.*

### Swap de variance <sup>21</sup>

- [392] L'EMTN VolArb Cliquet 2008 souscrit par la caisse étant relativement sophistiqué mais néanmoins proche du mécanisme de base d'un swap de variance, seul le mécanisme de base sera détaillé ici.
- [393] Un swap de variance est un contrat passé entre deux parties dans lequel ces dernières se mettent d'accord sur un niveau de référence de la variance d'un actif donné ainsi que sur un notionnel.
- [394] Une des parties, généralement l'émetteur, s'engage alors à payer à l'autre, à terme, une somme dont la valeur est égale à la variance de référence que multiplie le notionnel. L'autre partie versera quant à elle une somme égale à la variance effectivement réalisée multipliée le notionnel.
- [395] De manière simplifiée, le souscripteur perçoit une somme égale au notionnel que multiplie la différence entre la variance réalisée et la variance de référence. Par exemple, si l'on considère un swap de variance sur un indice « I », de maturité égale à un an, de variance de référence  $(25\%)^2$  et dont le notionnel vaut 20 M€. Si la variance réalisée au bout d'une année est de  $(30\%)^2$ , le swap versera au souscripteur  $[(30\%)^2 - (25\%)^2] * 20M€$  soit 50 k€. Inversement, si la variance réalisée n'est que de 20%, la perte sera de 450 k€.
- [396] Un tel produit engendre un gain pour le souscripteur lorsque la variance réalisée est supérieure à la variance de références. En d'autres termes, le souscripteur constatera un gain

<sup>21</sup> La variance est égale au carré de l'écart-type. On remplace souvent le terme écart type par celui de volatilité.

(respectivement une perte) d'autant plus important(e) que la volatilité est forte (respectivement faible).

- [397] De tels produits sont utilisés soit pour spéculer sur le niveau futur de la volatilité d'un cours ou d'un indice, soit pour assurer une couverture contre des variations imprévues de la volatilité, si des stratégies dont l'efficacité est fortement dépendante de la volatilité sont mises en œuvre par ailleurs.
- [398] **L'EMTN *VolArb Cliquet 2008* acheté par la caisse en décembre 2006 pour 20 M€ a été revendu un an après avec un gain de 5,53 % compte tenu de l'accroissement de la volatilité sur les marchés actions induite par le début de crise.**
- [399] **L'intérêt d'un tel produit pour une caisse de retraite ne semble cependant pas évident. Un swap de variance permet d'assurer une couverture en cas de hausse de la volatilité : or, la nécessité pour une caisse de retraite de couvrir une hausse de la volatilité ne semble pas avérée. Dans les faits, une hausse de la volatilité peut se constater en temps de crise et le risque anticipé est celui de la baisse des marchés actions. Si la caisse souhaitait se couvrir contre une baisse des marchés actions, d'autres mécanismes autorisés par le décret n°2002-1314 tels que de simples options de vente auraient pu convenir. En outre, il n'est pas établi que l'objectif de *VolArb Cliquet 2008* était un objectif de couverture. La souscription d'un tel produit semble ainsi s'inscrire dans une logique spéculative.**

#### Produits « Autocallables »

- [400] Les produits de type *autocallable* détenus par la caisse sont logés à l'intérieur de l'OPCVM dédié Galaxie. Ce FCP a été créé le 30 novembre 2006 et est géré par Amundi Investment Solutions.
- [401] L'extrait suivant de la note détaillée du fonds décrit brièvement la stratégie du fonds.

*« Le Fonds met en œuvre à tout moment différentes stratégies d'investissement sur toute classe d'actifs. Ces moteurs de performance sont mis en place de manière discrétionnaire en fonction des opportunités de marchés. Dès sa constitution et en cours d'existence, le Fonds est composé d'une somme de plusieurs stratégies, chacune ayant une échéance donnée, qui l'exposent à différents marchés : actions, taux, change, crédit, gestion alternative de façon accessoire, ....*

*La Société de Gestion du Fonds s'applique à évaluer le niveau relatif de ces différents marchés et leurs perspectives d'évolution à un terme donné afin de déterminer le type de stratégie qui est le plus à même de lui procurer une performance attractive à l'échéance considérée. La ou les stratégies retenues peuvent alors être mises en œuvre en utilisant un ou plusieurs des actifs décrits ci-dessous. Les investissements réalisés par le Fonds, afin de mettre en œuvre sa stratégie d'investissements, seront notamment effectués en titre de créances complexes offrant des expositions sur les différentes classes d'actifs (actions, taux, crédit, gestion alternative). »*

- [402] L'OPCVM se réserve ainsi le droit d'intervenir sur tous les marchés et de mettre en œuvre toute stratégie lui semblant pertinente. En l'occurrence, ce fonds contient uniquement des produits *autocallables*, une obligation structurée DEXMA<sup>22</sup> ainsi que le fonds Lyxor Premium qui met en place des stratégies de gestion alternative.
- [403] Les produits *autocallables* sont des produits structurés – généralement commercialisés sous forme d'EMTN – s'apparentant à des obligations dont le versement des coupons et le remboursement du principal sont soumis à conditions. Ces conditions sont liées à l'évolution d'un ou de plusieurs indices de marché. L'appellation *autocallable* prend son origine dans la possibilité d'un remboursement anticipé à certaines dates convenues lors de la signature du contrat. En effet,

<sup>22</sup> Dexia Municipal Agency.

un produit est dit *callable*<sup>23</sup> si l'émetteur a la possibilité de rembourser le principal (en partie ou en totalité) avant le terme du contrat. Dans le cas d'un produit *autocallable* le remboursement anticipé est déclenché par une condition liée au marché indépendamment de la volonté de l'émetteur.

[404] A fin 2011, quatre *autocallables* structurés sont encore présents au sein du fonds Galaxie. Ces derniers ont été acquis au pair pour un montant total de 80 M€ entre mars et juillet 2007.

[405] Les quatre structures étant très proches, seul le cas de l'EMTN 2 CALYON Autocall 0 sera détaillé ici. Leur mécanisme peut être décrit de la façon suivante :

- Leur maturité commune est égale à cinq ans ;
- L'indice sous-jacent au contrat est l'EURO STOXX 50<sup>24</sup>
- Chaque année, à la date anniversaire du contrat, si l'indice sous-jacent est supérieur à un niveau prédéterminé (90 % de la valeur initiale dans le cas de l'EMTN 2 CALYON Autocall 0 %), le remboursement anticipé de la totalité du principal est effectué et un coupon est payé. Ce coupon vaut 12,8 % si le produit est rappelé la première année, 25,6 % (soit deux fois 12,8 %) si le produit est rappelé la seconde année, 38,4 % (soit trois fois 12,8 %) si le produit est rappelé la troisième année et 51,2 % (soit quatre fois 12,8 %) si le produit est rappelé la quatrième année. Il est important de noter que si le produit n'est pas rappelé à une date anniversaire (i.e. l'indice sous-jacent se situe à un niveau inférieur à 90 % de sa valeur initiale à la clôture du jour anniversaire du contrat) aucun coupon n'est versé.
- A la dernière date anniversaire correspondant à la maturité du produit, trois cas se distinguent :
  - o Si la valeur finale de l'indice est supérieure à 90 % de la valeur initiale alors le principal est remboursé et un coupon de 64 % (soit cinq fois 12,8 %) est versé.
  - o Si la valeur finale de l'indice est inférieure à 90 % de la valeur initiale **et** que le plus faible cours de clôture de l'indice entre la date de signature du contrat et la maturité est supérieur à 50 % de la valeur initiale, alors le principal est remboursé et aucun coupon n'est versé.
  - o Enfin, si la valeur finale de l'indice est inférieure à 90 % de la valeur initiale (supposée ici égale à 70 % afin d'illustrer le mécanisme) **et** que le plus faible cours de clôture de l'indice entre la date de signature du contrat et la maturité est strictement inférieur à 50 % de la valeur initiale alors le principal n'est pas entièrement remboursé : seule sera remboursée la fraction correspondant au rapport du cours final sur le cours initial de l'indice. Dans cet exemple, le remboursement sera donc égal à 70 % du principal.

[406] **De l'analyse de cette structure, trois principaux constats peuvent être établis. Ces autocallables ne garantissent pas à terme le remboursement du principal : une part du capital est donc en risque ce qui les différencie d'obligations classiques.**

[407] **Le mécanisme d'un tel produit est souvent considéré comme simple comparé aux produits plus sophistiqués qui peuvent être commercialisés par ailleurs. Pour autant, un lecteur non averti devra probablement lire le contrat à plusieurs reprises pour cerner toutes les subtilités du produit.**

[408] **S'il est possible de comprendre rapidement le fonctionnement dudit produit par lecture attentive du contrat, il en va autrement de sa structure interne et des risques associés. L'œil averti du financier y verra instantanément des options digitales avec barrières européennes**

<sup>23</sup> Inversement, il est dit *putable* si la possibilité d'un remboursement anticipé est laissée au souscripteur.

<sup>24</sup> Un des quatre *autocallables* a pour sous-jacent le *worst of* de deux indices (EURO STOXX 50, Nikkei 225) : à chaque date où une condition sur le sous-jacent intervient, la valeur retenue correspond à la plus mauvaise performance des deux indices.

désactivantes tout comme un *put* européen avec une barrière *down&in* américaine et désactivations européennes en cas de hausse. Il remarquera également la sensibilité du produit à la volatilité<sup>25</sup> implicite de l'EURO STOXX 50 et à la corrélation de cet indice avec les taux d'intérêt. Toutefois, au regard de la politique de placement et d'une saine gestion actif-passif s'inscrivant dans une perspective d'équilibre de long terme, l'intérêt d'un tel produit pour une caisse de retraite n'est pas évident.

### 1.5.5. Diversification et gestion des risques

- [409] La caisse justifie la présence des actifs de la poche diversifiée par un souci de diversification s'inscrivant dans une perspective de diminution des risques.
- [410] Toutefois, il est important de rappeler que si la diversification au sein d'un portefeuille de risques homogènes entraîne toujours une diminution globale du risque, il n'en va pas de même lorsque les risques ne sont pas homogènes.
- [411] Ainsi, il est clair qu'investir 3 G€ dans 1 000 obligations aux caractéristiques comparables est moins risqué que d'investir sur seulement 10 de ces obligations. Mais que dire d'un portefeuille de 3 G€ investi sur 1 000 obligations comparé à un portefeuille investi pour 2 G€ sur ces mêmes 1 000 obligation et à 1 G€ sur un fonds volatil tel que *Carmignac Commodities* ?
- [412] **L'exemple suivant montre que dans l'hypothèse de risques inhomogènes, la diversification n'induit pas obligatoirement une diminution du risque global.**
- [413] Soit un portefeuille investi uniquement en actifs peu volatils tels que des obligations. La volatilité de ce premier portefeuille est supposée égale à 1 %. Considérons alors un actif présentant un risque plus élevé et donc une volatilité supérieure. Supposons cette dernière égale à 40 %.
- [414] Comparons maintenant le premier portefeuille au portefeuille dans lequel 5 % des obligations seraient remplacées par les titres plus risqués. Le tableau suivant synthétise les résultats en supposant une corrélation nulle entre les deux types d'actifs.

Tableau 46 : Niveaux de volatilité en fonction de la proportion d'actif risqué

Portefeuilles	Volatilité
100% obligataire	1%
100% actif volatil	40%
95% obligataire, 5% à forte volatilité	2,2%

Source : IGAS.

- [415] De fait, l'introduction d'une proportion de seulement 5 % conduit, dans cet exemple, à une multiplication par deux du risque mesuré ici par la volatilité.
- [416] Dans la mesure où, dans l'hypothèse de risques inhomogènes, la diversification n'induit pas obligatoirement une diminution du risque total, cette dernière ne peut être évoquée comme seule justification d'un investissement.
- [417] De plus, 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. S'il n'est donc pas évident que

<sup>25</sup> Cela permet d'expliquer les niveaux de coupons particulièrement élevés. Ces derniers sont simplement financés par le fait que cette structure contient une position vendeuse sur une option de vente (*put*). La prime issue de la vente de cette option permet de financer le reste de la structure. La valeur d'une option étant croissante avec la volatilité du sous-jacent, plus cette volatilité est élevée et plus la prime servant à financer les coupons est importante. In fine, les coupons sont indexés de manière non linéaire sur le niveau de volatilité (implicite) de l'indice.

de telles stratégies permettent une décorrélation des autres actifs du portefeuille de la CRPN, il est cependant clair que ces dernières n'ont aucun lien direct avec le passif de la caisse.

## **2. LE PORTEFEUILLE NE CORRESPOND PAS AUX OBJECTIFS DE LA POLITIQUE DE PLACEMENTS DEFINIE PAR LE REGLEMENT FINANCIER**

- [418] La politique de placements de la CRPN est explicitée au sein du règlement financier de la caisse. Cette politique est bâtie à la fois sur des principes généraux et sur des objectifs de gestion.
- [419] L'objectif principal de gestion mis en avant par le règlement financier est l'équilibre financier du régime de retraite sur une longue période. Aussi, la politique de placements de la caisse souligne la nécessité de définir une allocation stratégique et des principes de sécurité et de rentabilité.
- [420] L'allocation stratégique est définie par le règlement financier comme la composition du portefeuille permettant de respecter les contraintes de passif. L'objectif affiché par la caisse est de couvrir les engagements du régime sur une période de l'ordre de quarante ans en tenant compte des prévisions économiques et démographiques.
- [421] Il convient de noter que l'objectif de couverture des prestations futures du régime suppose deux conditions nécessaires à sa réalisation. D'une part, l'espérance de rendement futur des actifs doit être suffisante afin d'assurer l'équilibre de long terme du régime, et d'autre part, le risque inhérent aux placements financiers doit être mesuré et encadré pour éviter, autant que faire se peut, les écarts importants entre l'espérance de rendement attendue et le rendement réalisé. En d'autres termes, la couverture des engagements nécessite à la fois un rendement minimum et la maîtrise du risque de perte étant donné qu'il n'existe pas d'actif fournissant un rendement sans aucune prise de risque.
- [422] Les objectifs de sécurité et de rentabilité sont présentés par le règlement financier comme étant indissociables et devant être pris en compte pour tout investissement.
- [423] Il est alors particulièrement surprenant de constater (cf. *infra*) que dans les faits ces deux objectifs sont souvent dissociés.
- [424] Si le règlement financier a vocation à être un document général dans lequel les grandes orientations, les règles et les limites sont définies, ce dernier impose tout de même des contraintes à la fois fortes et précises en matière de placement. En effet, il y est écrit que « la CRPN ne doit pas pratiquer une gestion spéculative génératrice de risque inadaptés ou incontrôlés. La gestion doit se faire dans une optique patrimoniale de long terme ». La contraposée de cette assertion implique que tout placement générateur de risques inadaptés, incontrôlés, ou ne s'inscrivant pas dans une logique de long terme n'est pas conforme au règlement et donc ne peut être souscrit.

### **2.1. Une absence quasi-totale d'analyse des risques**

- [425] La quantification des risques est une étape nécessaire dans tout processus d'investissement. Cette analyse indispensable avant tout investissement doit être un processus continu afin de garantir que le niveau de risque, mesurés par tous les indicateurs jugés pertinents, est en adéquation avec l'appétence au risque de la caisse et est compatible avec son objectif d'équilibre sur le long terme.
- [426] 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>26</sup> ou encore l'existence d'une éventuelle couverture.

---

<sup>26</sup> Par exemple, des hypothèques pour des prêts, des garanties bancaires ou accordées par des entreprises d'assurance.

- [427] La CRPN impose des limites d'investissement par notation de crédit (AAA, AA, etc.) mais ne traite pas la question de l'exposition totale<sup>27</sup> à des émetteurs ou groupes d'émetteurs. 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.
- [428] Les dernières années ont montré les conséquences qui pouvaient résulter d'une confiance aveugle 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

**Réponse de l'organisme :** *Une note d'analyse crédit est faite en interne avant chaque nouvel achat d'un émetteur obligataire Corporate.*

**Observation de la mission :** *Vu. La réponse ne couvre toutefois qu'une partie des manques relevés par la mission notamment la question de l'exposition totale.*

- [429] S'agissant du risque de perte de valeur, une attention particulière doit être portée sur les titres très volatils<sup>28</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.
- [430] Il n'existe pas par ailleurs de contrainte, autre que l'allocation stratégique, venant limiter et encadrer la prise de risque.
- [431] Il est toutefois question de développer l'utilisation d'indicateurs de risques. Depuis mai 2010, la caisse dispose d'un reporting produit en externe par la société Risk Data qui le construit sur la base de l'historique des performances du portefeuille de la caisse.
- [432] Les indicateurs calculés ne tiennent donc pas compte de la structure du portefeuille spécifique à caisse ni de sa composition ni des évolutions des différents compartiments. 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 substantielles. 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 comportement des barrières n'ayant pas été activées à ce jour ne donne aucun renseignement sur le comportement du produit une fois ces barrières franchies.
- [433] Sans s'attarder plus ici à la crédibilité d'un tel modèle, il convient de noter que ce dernier fournit des indicateurs à court terme (VaR à échéance d'un mois par exemple) dont les gérants ne connaissent pas forcément le processus de construction.
- [434] Ces analyses sont supposées être discutées en comité financier mais n'ont pas donné lieu à des actions à ce stade. En l'état actuel, elles ne sont pas utilisées sur le plan opérationnel. La caisse affirme qu'il est question de les développer sans autre précision.
- [435] Cette absence d'analyse des risques se traduit au niveau global du portefeuille par ses variations (cf. *infra*) et au niveau des lignes détenues par la présence de produits dont la détention est discutable au regard de l'activité de la caisse et de ses objectifs.

## **2.2. Des risques inadaptés ou incontrôlés induits par la gestion financière**

- [436] La recherche de rendement et l'adoption d'indices de référence afin de mesurer les performances réalisées conduit non seulement à accroître la prise des risques classiques pour être en mesure de « battre le marché » mais également à s'exposer à des risques non voulus simplement du fait que l'indice de référence s'y expose. Ne pas s'exposer à des risques auxquels l'indice est

<sup>27</sup> Tous actifs confondus : actions, obligations, produits structurés, etc .

<sup>28</sup> Par exemple les actions des pays émergents.

exposé induirait en effet une déviation jugée comme risquée par la caisse étant donné que l'objectif de gestion est le suivi de l'indice.

**Réponse de l'organisme :** *L'indice de référence de la poche la plus importante dans les réserves de la CRPN est l'EuroMTS Global. La moitié de cet indice est investie en titres d'états des zones géographiques suivantes : Grèce, Portugal, Irlande, Italie et Espagne. Pour autant la moitié du portefeuille de la CRPN n'est pas investie sur ces titres. L'exposition de la CRPN à ces souverains est nulle fin 2011.*

*La CRPN n'a subi aucune perte liée aux obligations de l'état grec malgré une présence importante (5%) dans l'indice de référence. Par ailleurs, la CRPN a toujours été très faiblement exposée à l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande.*

*L'exposition crédit a été privilégiée dans la recherche de rendement contrairement à un investissement sur des zones géographiques à risque. Au vu de cet aspect majeur de la gestion du portefeuille (les obligations d'états représentent 663 M€ à fin 2011), il est donc inexact d'affirmer que « ne pas s'exposer à des risques auxquels l'indice est exposé induirait en effet une déviation jugée comme risquée par la caisse .... » et que l'indice de référence pousse à investir sur des actifs risqués. C'est au contraire la gestion passive qui est la première sujette à ce risque.*

**Observation de la mission :** *La mission se félicite que la caisse ne suive pas de manière passive et aveugle les indices de référence qu'elle a elle-même définis. L'exemple cité par la CRPN ne constitue malheureusement pas une pratique généralisée. En est témoin la valeur de la durée des actifs que la caisse justifie par le fait que les composantes de l'indice de référence présentent des durées d'un ordre de grandeur comparable. La politique adoptée conduit ainsi la caisse à des choix ne s'articulant pas toujours avec les besoins du régime géré, là où précisément de tels ajustements sont à attendre. La mission ne préconise pas la suppression des indices de référence mais incite fortement à ce que ces derniers ne constituent pas les premiers indicateurs ou critères de choix de la caisse en matière d'investissement.*

### 2.2.1. L'absence de couverture du risque de change des actions hors zone euro

[437] Par conséquent, le risque de change lié à la détention d'actions cotées en dehors de la zone euro n'est pas couvert. De même la durée du portefeuille obligataire est ajustée sur celle de l'indice de référence au lieu de l'être sur celle du passif.

[438] Dans une perspective d'adéquation de l'actif au passif, le suivi d'un indice de référence tel que mis en place par la CRPN ne peut se comprendre que si cet indice est lié au passif. L'objectif affiché dans le règlement financier étant clairement l'équilibre financier du régime, il conviendrait que la durée de l'actif fût la plus proche possible de celle du passif. Or, en l'état actuel, la gestion de la durée de l'actif est déconnectée de la durée du passif.

[439] De plus, la caisse semble penser que à long terme, l'effet du taux de change se voit neutraliser et qu'en conséquence, il n'y a pas d'utilité à se couvrir contre le risque de change. En l'état actuel, cette assertion n'est pas clairement démontrée.

[440] Qui plus est, même en supposant la véracité de cette propriété, deux questions se posent. Si l'absence de dépendance au taux de change est effectivement un effet de long terme, il est nécessaire de conserver les actions concernées sur une période qui soit du même ordre de grandeur que l'horizon de l'effet. Or, comme décrit *infra*, ce mode de gestion ne coïncide pas avec la stratégie active de la caisse qui réalise de nombreuses transactions dont un nombre important est constitué d'allers-retours.

[441] La seconde question qu'il convient de se poser est la suivante. Quand bien même la rentabilité ne serait pas sujette aux variations des taux de change sur le long terme, quel est l'impact des risques à des échelles de temps intermédiaires ? Si les rentabilités exprimées dans deux monnaies distinctes convergent à terme vers une valeur unique, qu'en est-il des volatilités au cours de la période considérée ? Le placement en devise étrangère n'est-il pas impacté par la volatilité du taux de change ? Le niveau de risque ainsi défini est-il acceptable pour une caisse de retraite ?

- [442] L'exemple suivant permet d'illustrer clairement les effets du taux de change sur le rendement d'un placement en devise étrangère. Soit un investissement en actions émises par une entreprise américaine cotée en dollars américains. Le placement d'une somme de 100 € implique deux actions distinctes. Il est en effet nécessaire de convertir au préalable la somme en dollars américains avant d'effectuer l'achat des titres. Ainsi en supposant le taux de change €/ \$ égale à 1,30 à l'instant initial, il sera possible d'acheter une valeur de 130 USD d'actions.
- [443] A terme, lors de la vente des titres, le produit de la vente devra également être converti en euros à l'aide du taux de change en vigueur au moment de la transaction.
- [444] Examinons à présent le devenir de cet investissement dans différents scénarii d'évolution des marchés actions et du taux de change. Le tableau suivant présente quatre scénarii types (A, B, C et D).

Tableau 47 : Scénarii pour l'illustration des effets de change

Performance des entreprises	Evolution du taux de change €/ \$ après 1ans	
	+15%	-15%
+10%	Scénario A	Scénario C
-10%	Scénario B	Scénario D

Source : IGAS.

- [445] Les ordres de grandeurs retenus pour les variations sont cohérents avec les observations faites sur les marchés.
- [446] A titre d'exemple, le scénario « A » correspond à l'examen de l'impact d'une croissance de 10 % de la valeur des actions conjuguée à une hausse de 15 % du taux de change. Le tableau suivant permet une comparaison des rendements du placement exprimé en dollars et en euros.

Tableau 48 : Comparatif des performances en dollars et en euros en fonction de l'évolution du taux de change

	Performance des entreprises dans leur devise	Performance du taux de change	Performance de l'entreprise américain en USD	Performance de l'entreprise américaine en EUR
Scénario A	+10%	+15%	+10%	-4%
Scénario B	-10%	+15%	-10%	-22%
Scénario C	+10%	-15%	+10%	+29%
Scénario A	-10%	-15%	-10%	+6%

Source : IGAS.

- [447] La première conclusion qu'il est possible de tirer de cet exemple est que le signe de la performance de l'investissement exprimée en euros n'est pas celui de la performance de l'entreprise exprimée en dollars mais celui du taux de change. Ainsi, même en cas de performance fortement positive de l'action étrangère, il est possible de constater une perte si l'évolution du taux de change a été défavorable. Inversement, une performance négative pourra être compensée par une évolution positive du taux de change.
- [448] En absence de couverture du risque de change, l'investissement dans un actif étranger est donc la résultante d'une position sur cet actif et d'une position sur le marché des changes.
- [449] Au-delà de ce simple exemple et, plus formellement, il est aisé de montrer mathématiquement que la non couverture du risque de change engendre obligatoirement une

augmentation du risque encouru<sup>29</sup>, quelle que soit la durée choisie, à moins que le taux de change ne soit fixe ou que ce dernier soit totalement décorrélé de l'évolution des prix et donc des économies des pays concernés.

[450] En effet, exprimer une valeur « V », comme par exemple la valeur d'une action, dans une devise différente de celle de cotation revient à effectuer un changement de numéraire. Ce changement de numéraire consiste à passer du taux sans risque dans la devise domestique au taux sans risque dans la devise étrangère. L'application directe du lemme d'Itô<sup>30</sup> permet de montrer que la volatilité du ratio des numéraires est exactement égale à la volatilité du taux de change<sup>31</sup>. Le changement de numéraire induit ainsi un changement du taux de croissance égal à  $\rho\sigma_{change}\sigma_V$  où  $\rho$  est la corrélation entre V et le taux de change,  $\sigma_{change}$  la volatilité du taux de change et  $\sigma_V$  la volatilité du titre V. Dans l'univers domestique, la prime de risque croît donc de  $\rho\sigma_{change}\sigma_V$ .

[451] Cette relation traduit simplement l'idée qu'en absence de couverture de change, le rendement constaté résultera à la fois de la variation du prix de la valeur V et des variations du taux de change. Pour information, la relation mathématique<sup>32</sup> explicitant cet effet est la suivante :

$$E_{domestique}[V(T)] = E_{étrangère}[V(T)] \times \exp(\rho\sigma_{change}\sigma_V T)$$

où  $E[V(T)]$  désigne l'espérance de V à l'horizon temporel T.

[452] Cette expression montre que la seule possibilité pour que les espérances de rendement soient les mêmes dans les deux devises est que le terme de droite soit égale à 1 ce qui revient à dire que  $\rho\sigma_{change}\sigma_V$  est nul.

[453] Le titre V étant coté, sa volatilité ne peut être nulle. Il reste alors les seuls cas où la volatilité du taux de change est nulle (ce qui revient à dire que le taux est fixe) ou celui dans lequel la corrélation est égale à zéro. En conséquence, affirmer que l'effet de change est nul en général revient à dire que la corrélation entre le taux de change et les titres est nulle et cela quel que soit le titre V. Plus précisément, cela revient à dire que le taux de change est décorrélé des économies des pays concernés ce qui n'est pas constaté en pratique. Même à supposer cette corrélation nulle sur le long terme, il n'en reste pas moins qu'à une échelle de temps courte (de l'ordre de l'année), cette propriété n'est pas vérifiée et l'impact du taux de change est bel et bien constatable tant sur le rendement que sur la volatilité.

[454] La caisse de retraite est donc bel et bien exposée au risque de change. Toutefois, cette exposition n'apparaît pas conforme à la politique de la CRPN ni être souhaitable pour des raisons de gestion actif passif.

[455] Le risque de change ne fait pas l'objet d'une attention particulière de la part de la caisse. Aussi le risque associé n'est ni mesuré ni encadré ce qui peut apparaître comme une violation du règlement financier. De fait, une position spéculative sur le change existe.

<sup>29</sup> Exprimé ici par la volatilité.

<sup>30</sup> Le lemme d'Itô permet d'aboutir à une formule généralisant la notion de dérivation aux fonctions aléatoires.

<sup>31</sup> Plus précisément, il s'agit du taux de change « spot ».

<sup>32</sup> Ces effets de change sont bien connus du fait de l'existence de contrats dits « *quantos* » dont l'exemple le plus cité est sans doute le contrat sur le Nikkei 225 (indice de la bourse de Tokyo) coté au *Chicago Mercantile Exchange* : la variable sous-jacente au contrat est l'indice Nikkei 225, mesuré en yens japonais, mais les paiements du contrat sont réalisés en dollars américains.

### **2.2.2. Le recours à des produits structurés ou titrisés peut poser des problèmes de compétence, notamment en termes de valorisation et de compréhension du produit**

- [456] L'exemple du swap de variance illustre les problèmes de valorisation. Dans cet 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.
- [457] 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. Il est ainsi nécessaire pour le souscripteur d'être en mesure d'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.
- [458] 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 de l'estimation de la corrélation implicite des défauts. Aussi, la caisse doit disposer des outils et des compétences permettant d'évaluer ce type de paramètre. Plus généralement, la question est de savoir si l'objectif de la caisse est d'investir dans des produits fortement liés à ces paramètres.
- [459] Le risque associé à ces produits est 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 à 4 %.
- [460] 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.
- [461] Par ailleurs, le règlement financier de la caisse impose à la CRPN de ne pas pratiquer une gestion « génératrice de risques inadaptés ou incontrôlés ». En l'état actuel, il n'a pas été montré que la détention de tels produits était adaptée au passif de la caisse et permettait de remplir ses engagements de long terme. Le respect des dispositions du règlement financier en la matière ne semble donc pas acquis.

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

- [462] L'absence quasi-totale de réflexion en matière de risques, d'indicateurs et de limites de ces derniers conduit à une gestion centrée sur un objectif de rentabilité. Toutefois, il semble difficile de juger de la rentabilité sans introduire une notion de risque. Comment comparer les rendements de deux portefeuilles – ce que fait la CRPN en comparant ses divers compartiments à des indices de référence – sans parler de mesure de risque ? N'est-il pas logique qu'un portefeuille plus risqué a priori induise un rendement plus élevé ?
- [463] En l'occurrence, 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  $\beta$ . 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.
- [464] Classiquement, un rendement supérieur au taux sans risque ne peut se justifier que par une prise de risque. Le modèle MEDAF tente de quantifier cette prime de risque. La relation liant

---

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

l'espérance de rendement d'un portefeuille ( $E(R_{portefeuille})$ ) au taux sans risque ( $r_f$ ) et au taux de croissance espéré de l'indice de marché ( $E(R_M)$ ) est la suivante.

$$\beta = \frac{E(R_{portefeuille}) - r_f}{E(R_M) - r_f}$$

[465] Autrement dit, le surcroît de rendement du portefeuille par rapport au taux sans risque dépend :

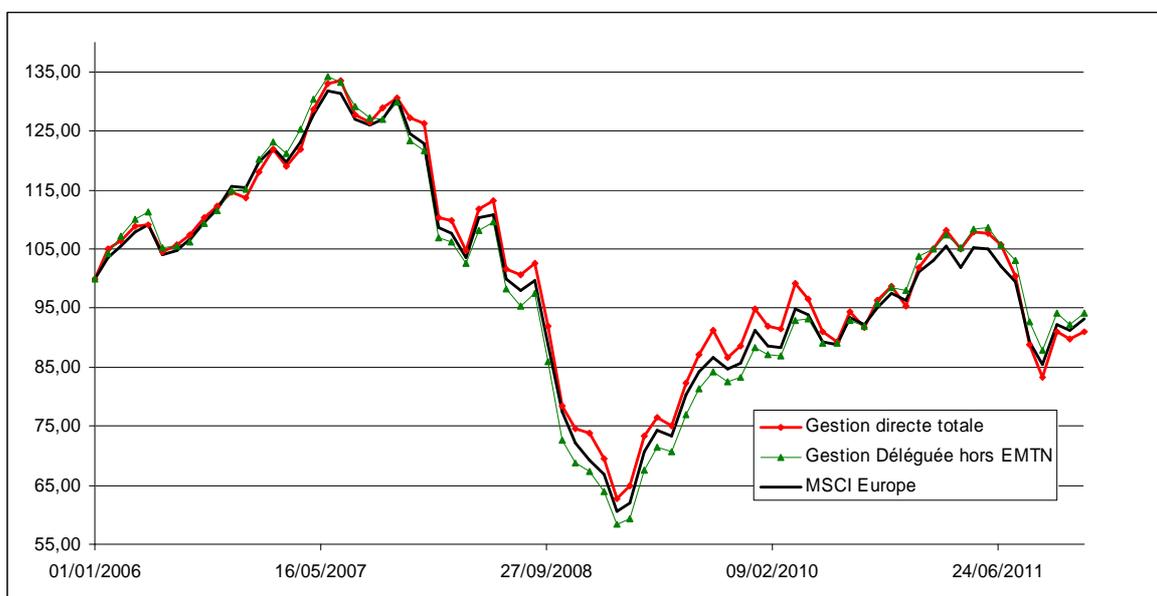
- du surcroît de rendement de l'indice de marché par rapport au taux sans risque,
- du facteur bêta, qui exprime le surcroît d'espérance de rendement du portefeuille par rapport au marché.

[466] Par exemple, si le niveau des taux d'intérêt est de 2 %, que le rendement attendu du marché est de 5 %, soit 3 % de plus que le niveau des taux, alors le surcroît de rendement attendu du portefeuille est de 3 % multiplié par le facteur bêta. Un bêta supérieur à 1 correspond à une espérance d'un rendement supérieur de 3 % au taux sans risque alors qu'il sera attendu un rendement moindre pour un portefeuille présentant un bêta inférieur à l'unité.

[467] Le coefficient bêta peut donc 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.

### 2.3.1. Actions européennes

Graphique 8 : Évolution du portefeuille « actions européennes » durant la période sous revue



Source : Données CRPN

[468] Le graphique ci-dessus illustre l'évolution du portefeuille « actions européennes » détenus par la CRPN sur la période 2006-2011. Afin d'affiner l'analyse et d'isoler les effets induits par la gestion, le portefeuille de titres détenus en direct a été distingué du portefeuille en gestion

déléguée. Dans un souci de bonne comparaison, les valeurs ont été mises en base 100 : les valeurs des différents portefeuilles et de l'indice valent donc 100 au 1er janvier 2006.

- [469] L'examen de ce graphique appelle plusieurs remarques. L'importante corrélation entre le portefeuille de la caisse et le MSCI Europe traduit l'objectif de gestion de la caisse consistant à suivre l'indice. Toutefois, même si la valorisation du portefeuille détenu en direct (respectivement sous gestion déléguée) est régulièrement supérieure (respectivement inférieure) à l'indice de référence, il n'est pas possible de conclure à l'atteinte de l'objectif sur toute période. En particulier, au cours de la période sous revue, le portefeuille détenu en direct par la CRPN est moins performant que son indice de référence.
- [470] Si, en termes de risques, l'interprétation de ce graphique est plus délicate et limitée, ces courbes ont l'avantage de donner un ordre de grandeur de la chute pouvant être provoquée par une crise économique telle que celle que les Etats-Unis puis l'Europe ont connue depuis 2007. Une idée fruste du temps nécessaire pour se relever d'une telle chute peut également être inférée.
- [471] Le tableau suivant reprend quelques indicateurs simples de risque.

Tableau 49 : Statistiques afférentes aux portefeuilles « actions européenne » sur la période 2006-2011

	Rendement	Corrélation <sup>34</sup> par rapport à l'indice	Volatilité annualisée	Bêta
Gestion directe totale	-9,4%	97,6%	18,6%	1,06
Gestion déléguée hors EMTN	-6,0%	98,8%	17,6%	1,02
<i>MSCI Europe</i>	-7,2%	100%	17,1%	1

Source : Données : CRPN. Calculs : IGAS.

- [472] Le calcul de la corrélation illustre les constats graphiques établis *supra*. Il convient de rappeler qu'une corrélation égale à 100 % indique un suivi parfait, une corrélation égale à -100 % un suivi opposé et une corrélation nulle une décorrélation.
- [473] Sur les cinq dernières années, la volonté de la caisse de surperformer l'indice n'a pas été satisfaite pour ce qui est des titres détenus en direct. La sous-performance affichée est de 2,2 points. Inversement, la gestion déléguée avec une performance de - 6 % surperforme l'indice de 1,2 point.

**Réponse de l'organisme :** *A titre de complément, il est à noter que la sur la période 2006-2011, la performance des fonds européens de grande capitalisation investissables en France a été de -12,2%.*

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

- [474] Après calcul de la volatilité<sup>35</sup> de chaque portefeuille, la mission constate que le portefeuille géré directement par la caisse est bien plus volatile 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 la perte.
- [475] Les niveaux de risque mesurés par le coefficient bêta et la volatilité sont ici supérieurs (+ 6,3 % et + 8,9 % respectivement) à celui de l'indice de référence et permettent d'expliquer globalement les niveaux de gains et de pertes affichés par la caisse ainsi que leurs ordres de grandeurs.

<sup>34</sup> Les corrélations et volatilités ont été calculées en utilisant les rendements logarithmiques.

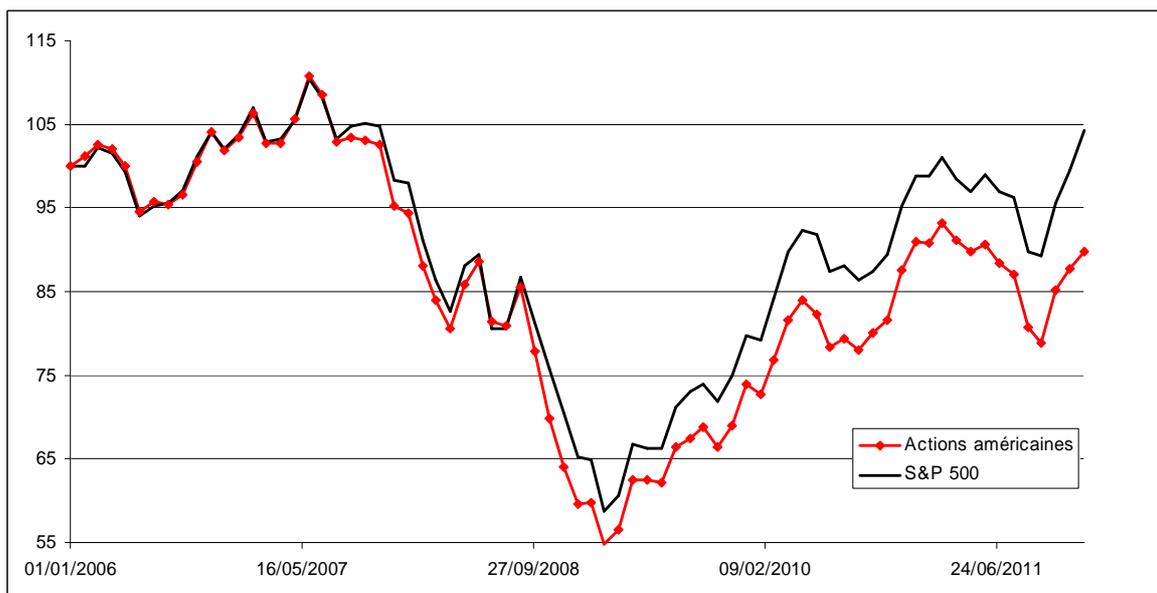
<sup>35</sup> L'écart-type mathématiquement parlant.

[476] Les surperformances en périodes de hausse et les sous performances pendant les phases de baisse semblent alors imputables à des positions généralement plus risquées que celles des titres composant l'indice de référence.

### 2.3.2. Actions américaines

[477] Le graphique suivant reprend l'évolution du portefeuille d'actions américaines.

Graphique 9 : Evolution du portefeuille « actions américaines » durant la période sous revue

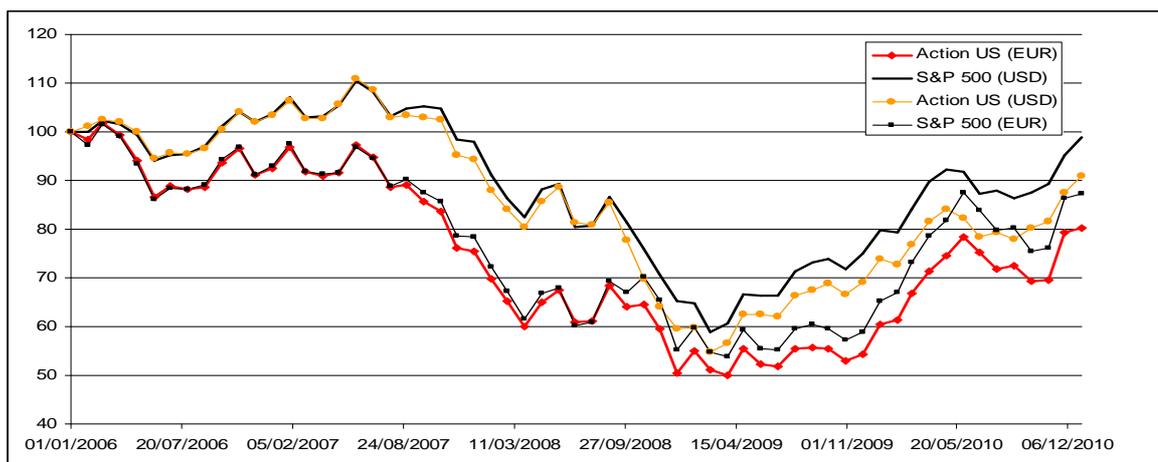


Source : Données CRPN.

[478] Le premier constat, peut-être le plus important, est qu'il n'est pas possible de conclure ni sur la question de la performance ni sur celle du risque par le simple examen de ces courbes. La volonté de la caisse de comparer sa gestion à l'indice américain *S&P 500* conduit à s'affranchir de l'effet du change dont il a été vu qu'il pouvait être important. Il est donc nécessaire de comparer les investissements en les exprimant en euros, ce que fait le graphique suivant<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> Chaque donnée a été convertie à l'aide du taux de change en vigueur à la clôture de la journée de cotation correspondante.

Graphique 10 : Evolution du portefeuille « actions américaines » exprimé en euros



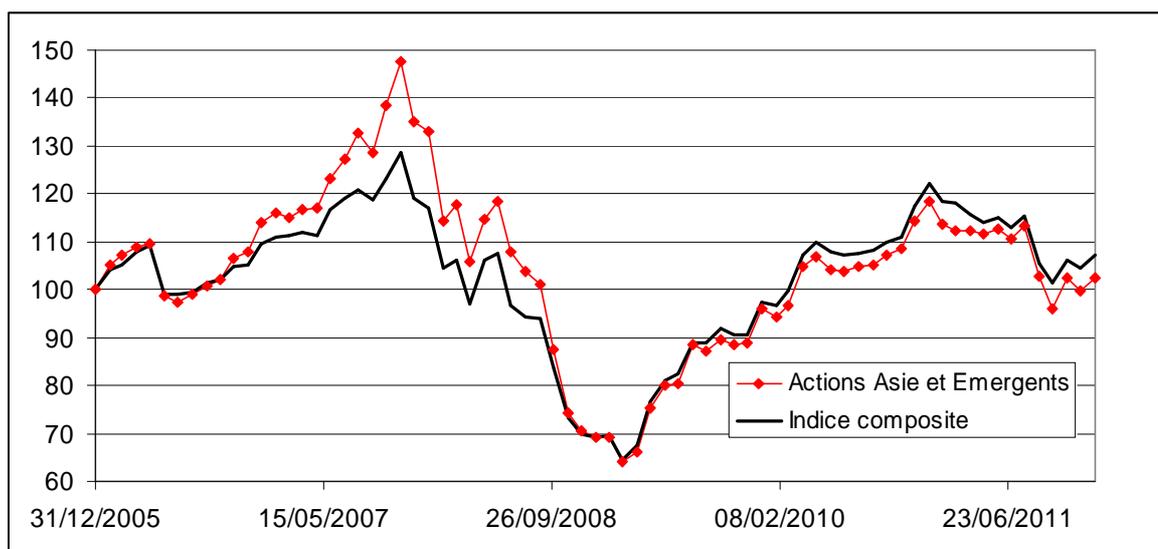
Source : Données CRPN.

- [479] Au cours de la période sous revue, la volatilité des titres américains exprimés en dollars est proche de celle de l'indice de référence tout en étant légèrement supérieure<sup>37</sup>. Toutefois, la gestion n'a pas été en mesure de surperformer l'indice depuis la fin de l'année 2008 et affiche une performance de -10,2 % sur la période alors que l'indice a progressé de 4,2 %. Au vu de la capacité à suivre l'indice de référence et des niveaux de risques, il est naturel de se demander si un investissement directement sur l'indice au moyen de *futures* ou de *trackers* n'aurait pas été plus performant et moins coûteux en frais de gestion.

### 2.3.3. Asie et pays émergents

- [480] La même étude a été conduite sur le portefeuille investi en actions asiatiques et émises par des entreprises localisées dans des pays émergents.

Graphique 11 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents » durant la période sous revue



Source : Données CRPN.

<sup>37</sup> 15,5 % contre 15,1 %.

[481] Le tableau suivant reprend les statistiques relatives à ce portefeuille.

Tableau 50 : Statistiques afférentes au portefeuille « Asie et émergents» sur la période 2006-2011

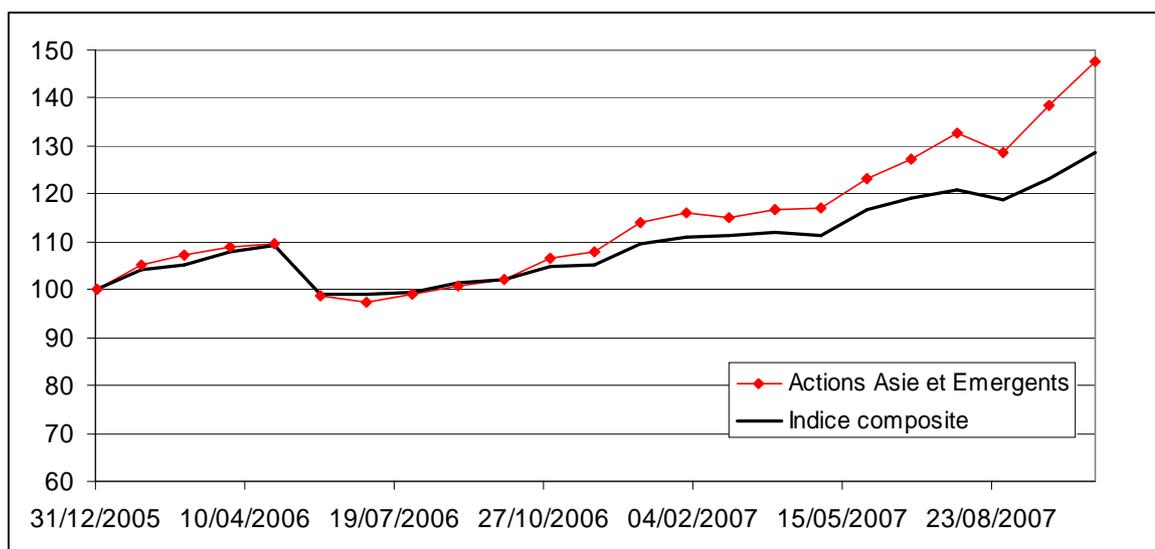
	Rendement	Ecart-type annualisé	Corrélation à l'indice	Bêta
Actions Asie et Emergents	2,4%	19,4%	97,7%	1,12
Indice composite	7,3%	16,9%	100,0%	1

Source : Données : CRPN, calculs : IGAS.

[482] Sur l'ensemble de la période, une fois encore, le portefeuille détenu par la CRPN présente des indicateurs de risques 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.

[483] 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 pour chacune de ces périodes.

Graphique 12 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents» du 01/01/2006 au 31/10/2007



Source : IGAS d'après données CRPN.

Tableau 51 : Statistiques afférentes au portefeuille « Asie et émergents» du 01/01/2006 au 31/10/2007

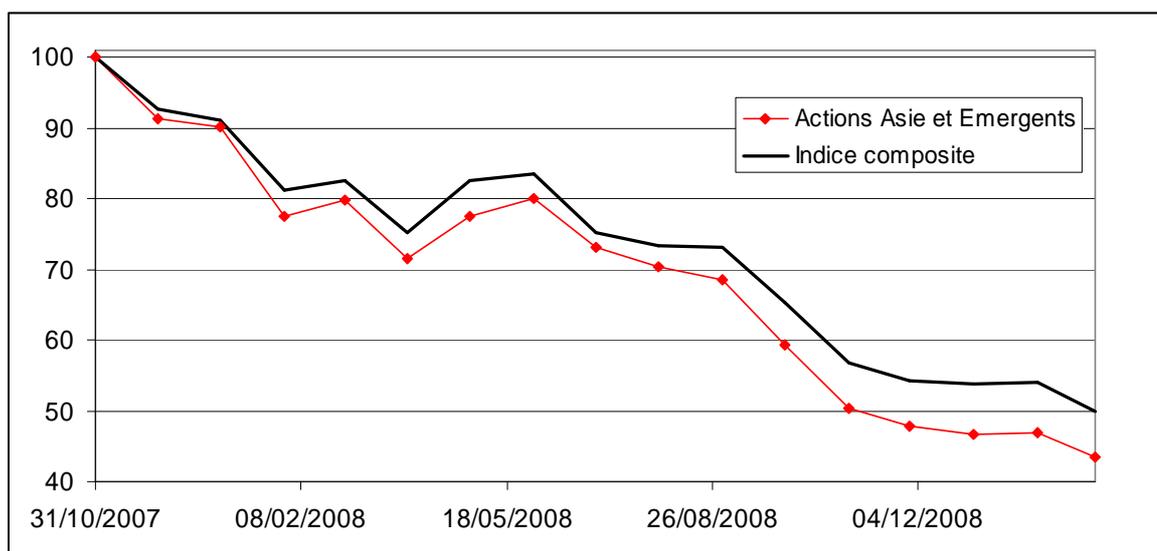
	Rendement	Ecart-type annualisé	Corrélation à l'indice	Beta
Actions Asie et Emergents	47,6%	12,7%	95,4%	1,22
Indice composite	28,6%	9,9%	100,0%	1

Source : IGAS d'après données CRPN.

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

[485] La volatilité de celui-ci 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 quelle soit positive ou négative est donc susceptible d'entraîner une variation plus importante du portefeuille de la caisse. Comme le montre le graphique suivant, c'est ce qui est observable lors des phases baissières.

Graphique 13 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents» du 31/10/2007 au 28/02/2009



Source : IGAS d'après données CRPN.

Tableau 52 : Statistiques afférentes aux portefeuilles « Asie et émergents» du 31/10/2007 au 28/02/2009

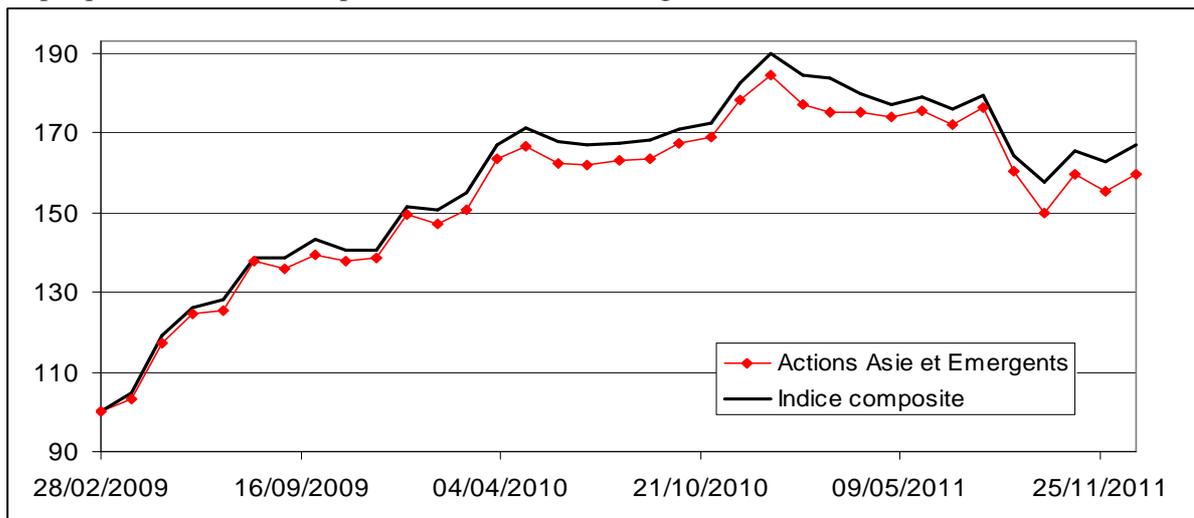
	Rendement	Ecart-type annualisé	Corrélation à l'indice	Beta
Actions Asie et Emergents	-56,5%	23,7%	97,7%	1,11
Indice composite	-50,0%	21,0%	100,0%	1

Source : IGAS d'après données CRPN.

[486] Ce dernier graphique est particulièrement éclairant : en période de baisse, le portefeuille subit des pertes supérieures à celles de l'indice de référence, ce qui n'apparaissait pas sur le graphique n° 4. Cet effet était légèrement occulté par le premier graphique en raison des échelles choisies.

[487] 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 14 : Evolution du portefeuille « Asie et Emergents» du 28/02/2009 au 31/12/2011



Source : IGAS d'après données CRPN.

Tableau 53 : 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.

[488] 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.

[489] Au total en l'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.

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

[490] Que la gestion des titres soit internalisée ou effectuée via des fonds, celle-ci se caractérise par des taux de rotation des portefeuilles importants.

Tableau 54 : Taux de rotation du portefeuille entre 2010 et 2011 (valeurs brutes comptables)

k€	31/12/2010	Acquisitions/ augmentations 2011	Cessions/ diminutions 2011	31/12/2011	Taux de rotation <sup>38</sup>
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%

<sup>38</sup> Ce taux est calculé comme le ratio du montant total des acquisitions et des cessions rapporté à l'encours moyen.

Gestions diversifiée	199 790	92 482	74 957	217 315	80%
----------------------	---------	--------	--------	---------	-----

Source : CRPN.

[491] 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 souvent 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 sur le périmètre de la gestion directe.

[492] 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.

[493] En l'espèce, les taux de rotations des divers sous-portefeuilles sont majoritairement la résultante d'« allers-retours » effectués sur des mêmes titres. Pour comprendre ceci, il est nécessaire de garder à l'esprit que 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.

[494] Ainsi, si les grandes classes d'actifs ont vocation à suivre l'allocation stratégique définis 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.

[495] Il est clairement établi que chaque gérant à 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.

[496] En 2011, la caisse a acheté pour 1,48 Md € et vendupour 1,52 Md € de produits de taux, soit un volume égal à six fois la valeur moyenne du portefeuille aux 31 décembre 2010 et 2011.

[497] Les exemples suivants, tirés des mouvements effectués en 2011 sur le portefeuille obligataire détenu directement, illustrent quelques allers-retours. Il est intéressant de comparer les intervalles de temps séparant les achats des ventes.

– Opérations réalisées sur l'OAT échéance 25 avril 2026 à 3,5 %

- Vente de 5,5 M€ en février et de 45,5 M€ en avril
- Achat de 12 M€ en octobre
- Le rachat des 12 M€ d'obligations vendues en avrilreprésente une perte de 1,2 M€

– Opérations réalisées sur l'OAT échéance 25 octobre 2020 à 2,5%.

- Achat de 28 M€ en avril
- Vente de 52,8 M€ en mai-juin
- Vente de 51,2 M€ en octobre, avec une plus-value de 1,6 M€
- Achat de 5,8 M€ en décembre
- Ce rachat de 5,8 M€ cédées en mai représente une pæte de 129 k€

– Opérations réalisées sur les emprunts Néerlandais.

- Achat en mars, en trois opérations, de 42,2 M€ d'obligations au taux de 3,25 % d'échéance juillet 2012.
- Arbitrage en juin pour des obligations de taux 3,75 % d'échéance juillet 2023
- Plus-value de 1,1 M€
- Arbitrage inverse en novembre

- Nouvelle plus-value de 2,7 M€
- Mais le rachat des 42,2 M€ de titres cédés en juin coûte 2,6 M€ du fait de la différence de prix.

[498] De tels allers-retours ne se limitent pas à l'année 2011. Ainsi, pour l'OAT à 5,75% au 20/10/2032, on constate 42 opérations sur 2006-2010 :

- en 2006, 13 opérations : achats pour 29,1 M€ jusqu'au 3 avril, puis cession de 65,3 M€ du 12 avril au 6 octobre, puis cession de 44,3 M€ en novembre ;
- en 2007, 5 opérations : achats de 80,1 M€ en avril, puis cessions de 120,6 M€ en juillet et surtout en octobre ;
- en 2008, 5 opérations : achat de 163,5 M€ en avril, puis cessions de 173,4 M€ en juin et surtout en octobre ;
- en 2009, 16 opérations : achats de 289,1 M€ entre janvier et mars, puis cessions de 303,9 M€ entre juillet et octobre, puis achat de 4,6 M€ en décembre ;
- en 2010, achat de 29,5 M€ le 19 avril, cession de 14,9 M€ le 28, puis de 23 M en octobre.

[499] Ces quelques exemples appellent plusieurs remarques. Une gestion – même non dynamique – ne saurait 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.

[500] Ceci étant, 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'opportunités ».

[501] Il est important de rappeler ici une notion importante qui est illustrée par l'exemple des arbitrages sur les emprunts néerlandais : sur le marché obligataire, une plus ou moins value latente n'est que le reflet d'une perte ou d'un gain d'opportunité. De fait, une obligation en plus-value latente du fait de la baisse des taux engendrera un gain lors de la cession mais la somme issue de la vente ne pourra être remplacée qu'à des taux inférieurs à celui offert par l'obligation récemment vendue. Sur la durée de vie de l'obligation, la plus value latente ne représente donc que la valeur actualisée de la perte d'opportunité liée à la vente de l'obligation en période de baisse des taux. La question de la préférence pour la caisse des gains immédiats aux gains sur le long terme est posée.

[502] Les exemples suivants illustrent des allers-retours sur des obligations émises par des entreprises privées.

– Hella KG.

- Achat en mai de 1 000 unités puis en juin de 3 000 unités
- Vente des 4 000 unités en septembre.
- Perte de 183 k€, soit 4,16 % de la valeur d'achat

– Unicredit

- Achat de 5000 titres en mars
- Vente des 5000 titres en août
- Moins-value de 182 k€, soit 3,5 % de la valeur d'achat.

– Morgan Stanley 4,5% 2014

- Achat de 240 unités en février,
- Vente de 120 unités en juin
- Vente de 120 unités en septembre
- moins-value de 2,69 %.

**Réponse de l'organisme :** *Il convient d'apporter les précisions suivantes :*

- *il n'y a pas d'allers-retours sur Hella et Morgan Stanley : les titres achetés en direct ont été apportés au fonds Uranus en septembre. Cet apport de titres a été matérialisé par une vente au fonds Uranus dans nos systèmes d'information. Les titres sont encore aujourd'hui dans le portefeuille du fonds Uranus ;*

- *dans le cas du titre Unicredit, la souche 01/2014 a été cédée pour acheter une souche 02/2014 qui offrait une prime de 50bps à même niveau de séniorité (il est normal de vendre une émission chère pour acheter une émission bon marché à risque équivalent).*

*Certaines lignes du portefeuille « obligations crédit » peuvent parfois être vendues afin de rallonger la maturité sur un émetteur.*

**Observation de la mission :** *La mission prend note des précisions apportées par la caisse quant aux deux opérations mentionnées. Les autres transactions citées par la mission ne font l'objet d'aucune remarque de la part de la CRPN qui confirme donc adopter une politique d'allers-retours, ce que ces observations établissent.*

[503] 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. De plus, cette gestion active induit un accroissement de la volatilité du portefeuille qu'il est possible de constater et de mesurer (cf. *supra*). La question même de la conformité à la politique de placements de l'activité consistant en la réalisation d'arbitrages à court terme reste posée. L'objet social de la caisse n'est pas d'intervenir en arbitragiste tel que le font certains *hedge funds*.

### **3. DES PLACEMENTS NE RESPECTANT PAS LES REGLES IMPOSEES PAR LE DECRET N°2002-1314 ET LE REGLEMENT FINANCIER DE LA CAISSE**

[504] Le règlement financier de la CRPN, approuvé par le conseil d'administration dans sa version initiale le 12 juin 2003, 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.

[505] 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.

[506] 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.

#### **3.1. Un contrôle insuffisant des critères d'admissibilité des actifs**

[507] Les actifs détenus par la caisse doivent figurer sur la liste mentionnée par le décret n°2002-1314, codifiée à l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale.

[508] 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.

##### **3.1.1. La classification des actifs à partir des catégories dites « du règlement CRPN » constitue une zone de risque**

[509] Les catégories du règlement CRPN sont reprises par le tableau ci-dessous.

<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.

Tableau 55 : Libellés des catégories du règlement CRPN, hors immobilier

1	oblig gouvernementales et ass
2	autres obligations, FCC, TP
3	titres de créances négociables
4	bons à moyen terme négociables
5	OPCVM de taux
6	FCPR, FCPI, FCIMT
7	Actions
8	autres OPCVM

Source : CRPN.

[510] La correspondance s'effectue ensuite au moyen d'un outil Excel affectant chacun de ces types de placements aux catégories suivantes.

Tableau 56 : Libellés des catégories réglementaires tels qu'établis par la CRPN

R. 623-3-1°	Obligations et autres valeurs garanties par une collectivité
R. 623-3-2°	Obligations et fonds communs de créances
R. 623-3-3°	Titres de créances négociables
R. 623-3-4°	Bons à moyen terme négociables
R. 623-3-5°	SICAV et FCP investis dans les valeurs précédentes
R. 623-3-6°	SICAV et FCP Livre II Ch IV ss 6,7,9 du code monétaire et financier (CMF)
R. 623-3-7°	Actions et titres négociés sur un marché reconnu
R. 623-3-8°	Actions et parts d'OPCVM autres que R. 623-3 5&6

Source : CRPN.

[511] Les catégories numérotés de 1 à 8 sont affectées dans le même ordre aux 1° à 8° de l'article R. 623-3.

[512] L'affectation des actifs dans les catégories 9° à 13° n'est pas prise en compte par la table de correspondance. En pratique, l'identification de ces actifs (actifs immobiliers, prêts et dépôts) ne pose pas de difficulté particulière.

[513] Les libellés de ce dernier tableau pourraient être plus précis et celui relatif au 6° de l'article R.623-3 est erroné. En effet, depuis les modifications de l'article R. 623-3 par les décrets de mai 2004 puis d'août 2011, le 6° vise les parts des fonds communs de placement régis par les articles L. 214-28, L. 214-30, L. 214-37 et L. 214-38 du code monétaire et financier et non plus les actions des sociétés d'investissement à capital variable et parts des fonds communs de placement à risque régis par les sous-sections 6, 7 et 9 du chapitre IV du livre II du code monétaire et financier. Sont ainsi concernés par le 6°, les parts de FCPR, FCPI, FCPR contractuels et FCPR à procédure allégée de droit français.

- [514] Toutefois, dans la pratique, les conséquences de ces imprécisions et erreurs sont nulles dans la mesure où la catégorie réglementaire est rappelée et permet une identification précise de la forme juridique des titres considérés.
- [515] Il en va autrement des libellés présentés au tableau 55. Toute erreur ou imprécision dans le classement initial induit une erreur de ventilation au sein des catégories réglementaires. Une nomenclature imprécise est susceptible de permettre le classement d'un actif dans l'une des diverses catégories réglementaires alors que les critères d'admissibilité requis par le code de la sécurité sociale ne sont pas réunis. Le risque opérationnel souligné ici n'est pas uniquement théorique et des titres ont pu faire l'objet d'un classement erroné (cf. *infra*).

### **3.1.2. Le classement des titres dans l'une des catégories du règlement CRPN par le *back office* entraîne deux difficultés majeures**

- [516] 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.
- [517] Par ailleurs, le personnel du *back office* n'est pas obligatoirement au fait de toutes les dispositions réglementaires afférentes aux placements. La nomenclature du tableau n°55 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.

### **3.1.3. Le tableau « catégories du règlement CRPN » comporte des erreurs et imprécisions qui ont conduit à classer des actifs non admissibles**

- [518] En l'occurrence, le premier item, « oblig gouvernementales et ass », ne rend pas compte des critères d'admissibilité des titres d'État et assimilés. Aux termes du décret, seules sont admissibles les obligations émises ou garanties par l'un des Etats partie à l'Espace économique européen, ainsi que les titres émis par la CADES, ou un organisme international à caractère public dont un ou plusieurs États membres de l'Union européenne font partie ou les collectivités publiques territoriales et les établissements publics des Etats partie à l'accord sur l'Espace économique européen.
- [519] Or, une obligation émise par une entité sans lien avec l'Espace économique européen est conforme à la nomenclature de la caisse telle que présentée au tableau n° 20 et sera classée en R. 623-3-1° alors même qu'elle ne n'est pas admissible. L'absence de la référence à l'Espace économique européen est donc source d'erreurs.
- [520] La seconde catégorie « autres obligations, FCC, TP » est sujette au même type d'erreur. Ces dernières pour être admissibles doivent être nécessairement négociées sur un marché reconnu, c'est-à-dire les marchés réglementés au sens des articles L. 421-1 à L. 423-1 du code monétaire et financier des Etats membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), en fonctionnement régulier. Les autorités compétentes de ces pays doivent avoir défini les conditions de fonctionnement du marché, d'accès à ce marché et d'admission aux négociations, et avoir imposé le respect d'obligations de déclaration et de transparence.
- [521] En conséquence, les obligations et parts de fonds communs de créance négociés en dehors de l'OCDE ou non négociés ne sont pas admissibles.
- [522] Or, la caisse classe en 2° les obligations structurées telles que les CDO (EMTN EURIB +1.30% IXIS CIB, EMTN GASCOGNE, EMTN BELEM IXIS, EMTN VOLTAIRE) ou le Swap de variance EMTN VolArb CALYON 2008 alors que ces titres ne sont pas négociés sur un marché reconnu, ni même négociés du tout.

- [523] Les mêmes observations quant à la localisation géographique de l'émetteur et à la négociabilité des titres restent valables pour les actifs classés par la caisse dans les catégories 2, 3, 4, 7 et 8. En particulier, les actions et titres donnant accès au capital doivent être négociés sur un marché reconnu, ce qui exclut les pays non membre de l'OCDE.
- [524] Pour autant, le FCP ARIANE ASIE, inscrit au bilan pour une valeur de 47,4 M€ au 31 décembre 2011, investit sur les marchés émergents asiatiques. En 2011, des actions cotées sur six places boursières de pays ou collectivités hors OCDE ont fait l'objet de transactions : Indonésie, Hong-Kong, Malaisie, Singapour, Taïwan, Thaïlande, Chine.
- [525] La détention de telles actions n'est pas permise de manière directe au sens de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Toutefois, si à ce jour 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 la même *in fine*.
- [526] Concernant la catégorie du 4°, « bons à moyen terme négociables », les conditions imposées à l'article R. 623-540 ne sont ici nullement rappelées, si bien qu'une obligation structurée ne rentrant pas dans les critères d'acceptation du 2° pourrait être classée au 4° sans que ces règles ne fussent vérifiées.
- [527] La mission constate que les CDO et le Swap de variance ont été classés, en leur temps, à tort en 2°. Ces produits étant émis sous forme d'EMTN, ils pourraient être considérés comme relevant du 4° de l'article R. 623-3 à condition de respecter les conditions de l'article R. 623-5. Or, comme ils violent un à un les cinq critères cumulatifs d'admissibilité, ces produits ne sont pas admissibles.
- [528] Ceci pourrait paraître moins évident en ce qui concerne la condition relative à la présence d'une clause de liquidité. Toutefois, les prospectus présentent au mieux des clauses du type « *En l'absence d'événement perturbant le marché CALYON s'engage à coter une fourchette Achat/Vente de 0,5% maximum à chaque Date de Rebalancement, et de 1 % aux autres dates que des Dates de Rebalancement* »<sup>41</sup>. Une clause de liquidité sous condition (de fonctionnement régulier des marchés) ne peut être considérée comme valable puisque c'est précisément dans les cas exclus qu'elle remplit son rôle.
- [529] La sixième catégorie « FCPR, FCPI, FCIMT » est particulièrement surprenante : les FCIMT42 (Fonds Communs d'Intervention sur les Marchés à Terme) ne font en effet pas partie de la liste des actifs admissibles. Dans les faits, la caisse ne détient pas de tels fonds.
- [530] Enfin, le dernier libellé « autres OPCVM » est bien trop large et permet d'englober tous les OPCVM non classés par ailleurs. La réglementation impose en effet que les OPCVM relevant du 8° respectent les conditions de l'article R. 623-6. Ces dernières, fussent elles peu contraignantes, se doivent d'être vérifiées, ce que le système actuel ne fait ni n'encourage.

---

<sup>40</sup> Les bons à moyen terme négociables mentionnés au 4° de l'article R. 623-3 doivent répondre aux conditions suivantes :

1. Provenir d'une émission au moins égale à 30 millions d'euros ;
2. Etre valorisés par au moins deux organismes distincts et non liés financièrement ni entre eux, ni avec la caisse de base ou section professionnelle détentrice des bons ;
3. Faire sur cette base l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence ;
4. Comporter une clause de liquidité émanant de l'émetteur ou d'un garant qui doit garantir que les actifs pourraient être rachetés à un cours cohérent avec le cours publié, c'est-à-dire prenant en compte la variation du taux d'intérêt et du prix des sous-jacents entre les dates de publication du cours et de transaction ;
5. Comporter une clause garantissant à terme le prix d'émission.

<sup>41</sup> Extrait du prospectus de l'EMTN Volarb.

<sup>42</sup> Il s'agit de la première génération d'OPCVM ayant permis la mise en œuvre de la gestion alternative, notamment grâce au recours à un effet de levier non limité. Ils sont régis par les articles L. 214-42, R. 214-190 et D. 214-191 du code monétaire et financier ainsi que par les articles 416-1 à 416-10 du Règlement Général de l'AMF.

- [531] **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.**

### **3.2. La vérification des contraintes réglementaires est de ce fait délicate**

- [532] Le règlement financier de la CRPN dispose que les différents ratios réglementaires, tels qu'édictés dans le décret n°2002-1314, sont vérifiés systématiquement à chaque fin de mois.

#### **3.2.1. La présence d'actifs non admissibles fausse les bases de calcul des règles de répartition des actifs**

- [533] Le classement dans les diverses catégories réglementaires est un pré-requis à la vérification des restrictions par type d'actif et par émetteur. Un classement défectueux, ainsi qu'il est pratiqué, entraîne alors un biais dans la vérification des divers ratios réglementaires.
- [534] Diverses limites étant exprimées sous la forme de fractions de l'actif total, la détention d'actifs non autorisés vient automatiquement augmenter l'assiette de calcul.
- [535] Au niveau des poches individuelles, numérotées de 1° à 13° par le décret n°2002-1314, le même type de problème se rencontre. En particulier, la réglementation impose qu'au moins 34 % du portefeuille total<sup>43</sup> soit investi en actifs mentionnés aux 1° à 5° de l'article R. 623-3. Le classement à tort d'actifs tels que les CDO en obligations relevant du 2° de l'article R. 623-3 vient augmenter la part de ces actifs dans le portefeuille total. Aussi, l'évaluation de la contrainte afférente au ratio de 34% est faussée.
- [536] A ce jour, cette contrainte est respectée selon l'analyse faite par la mission. Toutefois, une source de confusions pourrait naître de la notion de transparence.

#### **3.2.2. La question de la transparence**

- [537] La mission considère que les placements détenus au travers d'OPCVM doivent être analysés par transparence. Si 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, la réglementation ne prévoit pas explicitement, à ce jour, l'application du principe de transparence aux OPCVM. Aussi, l'acquisition, via un OPCVM, d'un actif dont la détention directe est explicitement interdite par le décret n°2002-1314 ne fait pas l'objet de dispositions particulières.
- [538] Dans la mesure où la CRPN est exposée aux placements souscrits via des OPCVM, la mission estime que ces derniers doivent être analysés comme s'ils figuraient directement au bilan de la caisse. Même si que juridiquement les actifs détenus par un OPCVM ne sont pas détenus par le souscripteur, in fine le risque est supporté par ce dernier. Le risque ne disparaissant pas par l'adjonction d'un intermédiaire financier, l'interprétation par la mission de l'esprit des textes conduit à appliquer le principe de transparence aux OPCVM. Par conséquent, 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.
- [539] De l'application de ce principe découlent deux considérations. La première est que les actifs détenus par les OPCVM doivent répondre aux critères d'éligibilité du décret n° 2002-1314. La seconde est que les règles de limitation et de dispersion doivent également être appréciées par transparence.

---

<sup>43</sup> En tenant compte des actifs immobiliers.

- [540] La mission note que la position adoptée par CRPN dans son règlement financier coïncide avec cette analyse. Le règlement financier précise en effet que les termes des conventions de gestion passées avec les gestionnaires de fonds doivent expressément décrire les objectifs et les contraintes de gestion, notamment, les contraintes réglementaires. L'application des contraintes réglementaires aux gestionnaires de fonds est la traduction exacte du principe de transparence évoqué supra.
- [541] L'obtention de la transparence des OPCVM ouverts peut s'avérer délicate. En particulier certains OPCVM détenus par la caisse sont des OPCVM d'OPCVM, ce qui implique une transparence à deux niveaux.

### ***3.3. La caisse détient une part substantielle d'actifs à l'admissibilité contestable***

- [542] Au final, la caisse doit se conformer à un corpus de règles issues du pouvoir réglementaire (décret n°200213-14) ou de la caisse elle-même (règlement financier).

#### **3.3.1. Les produits structurés**

- [543] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN, soit des titres de créance émis à travers un programme type EMTN. Ce dernier programme d'émission de titres de créances offre une grande flexibilité à l'émetteur, qui peut accéder au marché pour des montants de son choix, en émettant des titres dont les caractéristiques peuvent fortement varier.
- [544] La nature juridique d'un produit structuré permet d'envisager de le classer dans la catégorie réglementaire n°4 des actifs admissibles. Le produit structuré doit alors vérifier les conditions précisées à l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale.
- [545] Néanmoins, la plupart des produits structurés étant émis de gré à gré, il est difficile de considérer qu'ils sont négociables, et a fortiori négociés, sur un marché reconnu. Le simple fait qu'un titre soit « inscrit à la cote » ne peut en effet signifier qu'il est négocié.
- [546] De ces conditions, qui sont au nombre de cinq, la plus difficile à satisfaire est celle demandant une clause de liquidité, qui, si elle est présente, n'est que rarement satisfaisante. Souvent, la banque arrangeuse s'engage à assurer la liquidité d'un titre « dans des conditions normales de marché » seulement. La double valorisation peut également poser problème.
- [547] Au cours de la période sous revue, la caisse a investi dans plusieurs EMTN structurés.
- [548] Fin 2006, figuraient au bilan les titres structurés suivants.

Tableau 57 : EMTN figurant à l'actif de la caisse à fin 2006

Libellé	Nominal (€)	Catégorie réglementaire selon la CRPN
EMTN GASCOGNE	10 000 000	R 623-3-2°
EMTN BELEM	10 000 000	R 623-3-2°
EMTN VOLTAIRE	10 000 000	R 623-3-2°
EMTN VolArb	20 000 000	R 623-3-2°
EMTN EUROSTOXX 50	20 000 000	R 623-3-2°

Source : CRPN.

[549] Ces titres dont le nominal cumulé atteignait 70 M€ ont été vendus au cours de l'année 2007 comme expliqué en 1.5.4. Pour autant, tous ne peuvent être considérés comme avoir été réellement cédés car ils l'ont été au fonds Galaxie, FCP dédié établi par convention du 29 novembre 2006 et géré par Crédit Agricole Structured Asset Management puis par Amundi Investment Solutions. Ce « fonds outil » a acheté à la caisse l'EMTN VolArb le 27/12/2007. La performance de cet investissement (+ 5,53 % à la date de vente par la caisse à Galaxie) doit être relativisée en tenant compte des prix d'achat et de vente finaux. Le 24/12/2008, le fonds Galaxie a vendu l'EMTN VolArb pour un montant de 19,4 M€ après l'avoir acheté 21,1 M€ un an plus tôt.

[550] Au-delà, Galaxie<sup>44</sup>, à fin 2007, contient une poche dédiée à la gestion alternative et une seconde contenant cinq EMTN structurés. Depuis 2007, le fonds Galaxie accueille ainsi la majorité des titres structurés détenus pour le compte de la CRPN.

Tableau 58 : Composition du FCP Galaxie à fin 2011

Type	Emetteur	Libellé	Performance depuis l'apport
Gestion alternative	LYXOR	LYXOR PREMIUM C EUR	+4,67%
	KEDDGE CAPITAL	KEDGE SEDNA 1 EUR B	
	LYXOR	LYXOR CC (side pocket)	
EMTN Structurés	DEXMA	EMTN 24/03/20 DEXMA - Pente CMS 2Y et 30Y	-17,98%
	Société Générale	EMTN LYXOR 12/03/12	
	CALYON	EMTN CALYON Autocall WO	
	CALYON	EMTN CALYON Autocall 13,90%	
	CALYON	EMTN-2 CALYON Autocall 0%	

Source : CRPN.

[551] L'un des intérêts d'un tel fonds est d'assurer une double valorisation des EMTN afin de répondre aux critères d'admissibilité de l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale. La double valorisation exigée par la réglementation vise à fournir un « second avis » concernant le prix de titres pouvant être particulièrement complexes et faisant intervenir des modèles financiers.

[552] Une première valorisation est supposée être faite par l'émetteur du titre, en l'occurrence CALYON pour trois de ces titres, Société Générale pour un quatrième et DEXMA pour le cinquième.

<sup>44</sup> Pour plus de détails, se reporter à l'annexe analyse des produits structurés.

- [553] La seconde valorisation est assurée par Amundi Investment Solutions qui est une société anonyme de droit français constituée le 1er septembre 2005, date à laquelle elle a été agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en tant que société de gestion. Le Groupe Amundi est né du rapprochement de deux groupes bancaires, à savoir Crédit Agricole et Société Générale. Amundi Investment Solutions étant une filiale à 100 % du Groupe Amundi, elle n'est donc pas liée financièrement aux émetteurs des titres.
- [554] La réglementation impose en outre que le prix du titre en question fasse l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours. La valorisation réalisée par Amundi n'étant que mensuelle, ce critère n'est pas respecté et les actifs correspondants ne sont donc pas admissibles.
- [555] Sur la question de la valorisation elle-même, l'information fournie notamment par CALYON laisse la mission perplexe quant à l'utilité d'une telle valorisation. CALYON accompagne en effet ses valorisations du message suivant : *« Toutes les valorisations données de bonne foi par CALYON revêtent un caractère purement indicatif. Il est ainsi recommandé à chaque client de procéder à sa propre valorisation de son portefeuille et de ne prendre aucune décision sur la base des valorisations indicatives de CALYON. Le client sera, en toute hypothèse, seul responsable de l'utilisation qu'il décidera de faire des informations fournies et CALYON n e pourra être tenu responsable pour quelques pertes, dommages, coûts ou dépenses (notamment manque à gagner, dommages directs et indirects, accessoires ou consécutifs) liés à l'utilisation qu'un client aura fait de la valorisation fournie. »*
- [556] L'ensemble des titres structurés ne répondent pas aux exigences de l'article R. 623-5.

### 3.3.2. Les produits dérivés

- [557] 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.
- [558] 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. La plupart de ces stratégies nécessite la mise en oeuvre 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 prévoit pas l'application de ses dispositions aux OPCVM par transparence, la mission estime que les dispositions réglementaires doivent s'appliquer aux placements détenus via des OPCVM afin d'écarter tout contournement réglementaire.
- [559] Le tableau suivant liste les titres<sup>45</sup> que la mission juge non conformes à la réglementation et aux règles que la caisse s'est elle-même fixée dans son règlement financier.

---

<sup>45</sup> Les biens forestiers ont été vendus au cours de l'année 2011.

Tableau 59 : 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.

[560] Ces placements représentent 7 % du portefeuille total de la caisse en valeur nette comptable à fin 2011.

### 3.3.3. Les placements hors euro

[561] Le décret n°2002-1314 impose que le portefeuille de l'organisme soit 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.

[562] En l'état actuel, il n'est donc pas possible de s'assurer du respect de l'ensemble des contraintes réglementaires.

## Annexe 11. Analyse des produits structurés

- [563] Le cas de l'EMTN IXIS CIB présenté ci-dessous illustre le problème des produits structurés.
- [564] Les produits structurés sont des titres de dette dont le revenu comporte des caractéristiques optionnelles, dans le sens où celui-ci dépend, selon une formule plus ou moins sophistiquée, de la valeur d'un sous-jacent<sup>46</sup> à différentes maturités.
- [565] Il est possible de différencier parmi les produits structurés trois types principaux :
- ceux garantissant le capital mais non les coupons ;
  - ceux garantissant les coupons mais non le capital. Dans certains cas, le capital peut être « protégé », c'est-à-dire que l'investisseur bénéficie d'une garantie sur un certain pourcentage de son capital ;
  - ceux ne garantissant ni les coupons ni le capital.
- [566] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN, soit des titres de créance émis au travers d'un programme type EMTN. Ce dernier programme d'émission de titres de créances offre une grande flexibilité à l'émetteur, qui peut accéder au marché pour des montants de son choix, en émettant des titres dont les caractéristiques peuvent fortement varier.
- [567] La nature d'un produit structuré permet d'envisager de le classer dans la catégorie du 4° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Le produit structuré doit alors vérifier les conditions précisées à l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale.
- [568] Néanmoins, la plupart des produits structurés étant émis de gré à gré, il est difficile de considérer qu'ils sont négociables, et a fortiori négociés, sur un marché reconnu. Le simple fait qu'un titre soit « inscrit à la cote » ne peut en effet signifier qu'il est négocié.
- [569] De ces conditions, qui sont au nombre de cinq, la plus difficile à satisfaire est celle demandant une clause de liquidité, qui, si elle est présente, n'est que rarement satisfaisante. Souvent, la banque arrangeuse s'engage à assurer la liquidité d'un titre « dans des conditions normales de marché » seulement. La double valorisation peut également poser problème.
- [570] Au cours de la période sous revue, la caisse a investi dans plusieurs EMTN structurés dont un exemple peut être donné à travers l'EMTN euribor +1.30 % IXIS CIB (code ISIN XS0315832765) qu'elle classe dans la catégorie 2° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale (obligations non souveraines admises à la cote sur un marché reconnu). Cette classification pourrait laisser penser qu'il s'agit d'une obligation détachant un coupon à taux variable Euribor + 1,30% et le nominal à l'échéance. Or, il apparaît à la lecture du prospectus que ce placement présente les caractéristiques suivantes :
- les coupons annuels s'élèvent à EURIBOR 1 an + 1,3% appliqués à une base définie comme le notionnel diminué des éventuels paiements liés à la réalisation d'un ou plusieurs événements de crédit ;
  - un remboursement final du montant du notionnel diminué des éventuels paiements liés à la réalisation d'un ou plusieurs événements de crédit ;

---

<sup>46</sup> Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

- les événements de crédit pris en compte pour le calcul des intérêts et du principal sont regroupés dans un portefeuille de référence. À l'émission, ce portefeuille comprenait 124 émetteurs obligataires (« noms ») associés à un niveau de séniorité (émission subordonnée ou non), à un type d'entité de référence (le prospectus mentionne 19 types différents, allant de « *European Corporate* » à « *Monoline* » en passant par « *Latin American Sovereign* » ou « *Emerging European Corporate* ») et à un montant notionnel de garantie (12 096 774,19 €). Parmi les titres de ce portefeuille initial figurent LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC., FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE ASSOCIATION (« Freddy Mac »), FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (« Fanny Mae »), AMBAC ou WASHINGTON MUTUAL, organismes ayant connu des événements de crédits au sens de l'ISDA. La définition du risque de crédit couvert par l'instrument dépend du type d'entité de référence : le remboursement anticipé et le moratoire sont par exemple des événements de crédits couverts par le détenteur de l'EMTN pour les émetteurs *corporate* émergents européens et proche-orientaux, mais pas pour les émetteurs *corporate* européens.
- lors de la survenue d'un événement de crédit sur l'une des lignes, l'éventuelle perte correspondante est imputée sur un compte. Lorsque le compte atteint une certaine limite (3,7% du montant notionnel théorique du portefeuille de référence), la base de calcul des intérêts et de remboursement du capital est diminuée à due proportion.
- Le détenteur de l'instrument peut proposer de substituer un nom par un autre sous certaines conditions d'éligibilité et de maintien de l'équilibre du portefeuille. Le nombre annuel de substitutions est limité à 5. Ces substitutions ne sont pas gratuites.

[571] Ce type d'instrument relève plutôt de la catégorie des *Collateralized Debt Obligations* (CDO), comme la dénomination interne de la caisse le confirme, que des obligations classiques. Il apparaît ainsi que, loin de s'exposer de manière classique au risque de taux, la caisse a, de manière implicite émis des *Credit Default Swaps* (CDS) sur un panier d'émetteurs

## Annexe 12. Système d'information

- [572] Le présent document est destiné à documenter l'organisation globale du système d'information de la caisse dans les aspects qui peuvent avoir un intérêt dans le champ du contrôle, c'est-à-dire la gestion des placements mobiliers et immobiliers et les interfaces avec la comptabilité.
- [573] Les travaux menés ont été la revue des éléments relatifs au système d'information dans les rapports d'activité, dans le champ du contrôle et de la documentation fournie relative à l'application Appolo.

### 1. HISTORIQUE DU SYSTEME D'INFORMATION

- [574] Les rapports d'activité consacrent chaque année une page aux systèmes d'information, les principales évolutions dans le domaine sous revue sont retracées au tableau ci-dessous.

Tableau 60 : Principales évolutions du système d'information

Année	Evolution
2006	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nouveau progiciel comptable AGRESSO</li><li>• Modernisation des transferts interbancaires et renouvellement des outils de trésorerie et de rapprochement bancaire</li><li>• Mise en chantier d'une cartographie des risques inhérents au système d'information du régime</li></ul>
2007	
2008	<ul style="list-style-type: none"><li>• Remplacement du logiciel de gestion immobilière</li><li>• Remplacement d'un outil de gestion de patrimoine immobilier développé en interne par le progiciel ALTAIX déjà utilisé par la filiale Loc Inter</li></ul>
2009	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mise en œuvre du nouveau progiciel financier APPOLO</li><li>• Développement interne d'une application de gestion des procédures contentieuses et d'une application de gestion des « fiches de vente » pour la filiale Loc Inter</li></ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mise en œuvre d'une version majeure de ALTAIX</li><li>• Développement d'une application interne de gestion des ordres de service en matière immobilière</li></ul>

Source : *Rapports d'activité*

### 2. ORGANISATION

- [575] Le système d'information de la caisse est organisé autour de deux logiciels métiers, l'un pour l'immobilier ALTAIX et l'autre pour la gestion des placements (APPOLO) qui viennent alimenter de manière automatique le progiciel comptable (AGRESSO).
- [576] La piste d'audit du passage entre APPOLO et AGRESSO est assurée car chaque saisie dans le premier est associée à un code opératoire qui détermine l'écriture comptable pertinente. On retrouve dans AGRESSO le « ticket » APPOLO qui correspond à l'élément générateur de l'écriture comptable.

- [577] Il peut exister des tableaux Excel en complément c'est par exemple le cas d'un tableau qui applique aux données de APPOLO une table de passage vers les catégories prévues par le décret de 2002 afin de produire le tableau présentant les placements selon cette nomenclature.
- [578] **Ce tableau reprend une extraction d'APPOLO et associe à la nature du placement saisie dans APPOLO une des catégories du décret. Les explications sur la manière dont est faite cette association a varié selon les interlocuteurs et parfois au cours de l'entretien pour certains d'entre eux.**
- [579] **Nous avons compris que des entretiens que dans APPOLO est saisie une zone libre sans choix dans un menu déroulant correspondant aux catégories du règlement financier de la caisse et que dans le tableau Excel il est fait un passage de cette catégorie aux rubriques du décret. Ce passage est fait par la comptabilité sous sa responsabilité et sans vérification par le service financier. Il n'a pas été fait de modification de la table de passage depuis l'intervention du décret de 2002 alors que ce texte a été modifié entretemps.**
- [580] **L'examen de la documentation APPOLO fournie fait apparaître l'existence d'une zone de commentaire « n crpn » dont le libellé est « reglement crpn » et la référence est une liste énumérée.**
- [581] Les demandes d'extractions du portefeuille faites par la mission ont été satisfaites par une fonction standard de requête dans APPOLO avec correction manuelle de la nomenclature de produits.

### 3. APPOLO

- [582] Il n'a pas été procédé à un audit du produit APPOLO et de son utilisation. A été effectuée une prise de connaissance. Le progiciel offre une couverture complète des besoins de gestion du portefeuille y compris avec des fonctionnalités de « reporting » et de suivi de la performance. Il comporte cinq rôles (administrateurs, back office, gérant, audit, compta). Le profil audit est utilisé par l'auditeur externe.
- [583] Le progiciel comporte la totalité de l'historique des transactions faites depuis le 1/1/1999 premier portefeuille interrogeable sous Apollo sans la mention "Stock incomplet" selon les informations données par la caisse.