



Inspection générale  
des affaires sociales

# CONTROLE DES PLACEMENTS DE LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES

## RAPPORT DEFINITIF ANNEXES

Établi par

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Juin 2013 -

RM2012-110P



## Sommaire

<b>ANNEXE 1 : METHODE DE TRAVAIL.....</b>	<b>4</b>
<b>ANNEXE 2 : RESTRICTION DU PERIMETRE D'AUDIT DU FAIT DU NON ACCES AU DOSSIER DU COMMISSAIRE AUX COMPTES.....</b>	<b>5</b>
<b>ANNEXE 3 : REVUE ANALYTIQUE DES RAPPORTS D'ACTIVITE .....</b>	<b>9</b>
<b>ANNEXE 4 : REVUE ANALYTIQUE DES COMPTES .....</b>	<b>16</b>
<b>ANNEXE 5 : ETUDES ACTUARIELLES .....</b>	<b>26</b>
<b>ANNEXE 6 : REVUE ANALYTIQUE DES COMPTES RENDU DES CONSEILS D'ADMINISTRATION .....</b>	<b>36</b>
<b>ANNEXE 7 : REVUE ANALYTIQUE DES COMPTES RENDUS DES COMMISSIONS DES PLACEMENTS .....</b>	<b>46</b>
<b>ANNEXE 8 : REVUE ANALYTIQUE DES ETATS DETAILLES DE PLACEMENT .....</b>	<b>67</b>
<b>ANNEXE 9 : ANALYSE JURIDIQUE ET TECHNIQUE DES OPCVM DEDIES.....</b>	<b>81</b>
<b>ANNEXE 10 : ANOMALIES RELEVES PAR LE DEPOSITAIRE.....</b>	<b>106</b>

## Annexe 1 : Méthode de travail

- [1] La mission a rencontré les personnels de la caisse et les membres du cabinet AON HEWITT, conseil de la caisse en matière de placements.
- [2] La mission a pris connaissance des documents retraçant le fonctionnement de la caisse (procès verbaux des conseils d'administration des commissions financières, des commissions de gestion des immeubles et des rapports d'activité) pour la période sous revue (2006-2011). Elle a obtenu un état détaillé des placements pour chaque fin d'exercice et a analysé ces documents. Elle a de même demandé les conventions de gestion ainsi que les descriptifs des placements, et a fait la revue de ceux qui lui ont été communiqués.
- [3] La mission a rencontré le commissaire aux comptes mais n'a pu accéder à ses dossiers de travail, ce qui constitue une limitation importante du périmètre d'audit (cf. annexe 2). Elle a cherché à en limiter l'impact en opérant une revue des documents fournis par ce commissaire aux comptes à la caisse. Ces travaux ne permettent toutefois pas de pallier cette limitation du périmètre de l'audit, car ils n'ont pas permis de documenter de manière précise les travaux effectués.
- [4] La mission a appliqué les méthodes classiquement mises en œuvre par l'inspection ; les investigations ont fait l'objet d'une restitution en fin de mission au directeur et au président du conseil d'administration.
- [5] La mission n'a pas audité les procédures de mise en concurrence pour la sélection des prestataires même si elle en a pris connaissance.
- [6] La conformité du régime complémentaire à classes facultatives aux directives européennes n'a pas été audité, car elle n'entrait pas dans le périmètre de la lettre de mission.
- [7] S'agissant de la caisse des notaires, et compte tenu du budget temps disponible pour la mission, les investigations relatives à l'immobilier ont été moindres que celles relatives aux placements financiers.

## Annexe 2 : Restriction du périmètre d'audit du fait du non accès au dossier du commissaire aux comptes

### 1. NON ACCES AU DOSSIER DU COMMISSAIRE AUX COMPTES : UNE LIMITE AU PERIMETRE DE L'AUDIT

- [1] Dans le cadre de son programme de contrôle, la mission a classiquement demandé à rencontrer le commissaire aux comptes (CAC) de la caisse, comme elle l'a fait au cours des contrôles précédemment diligentés dans d'autres structures. Elle a eu avec le commissaire aux comptes un entretien de caractère général, au cours duquel il a répondu à ses questions de mémoire et sans référence à un dossier. Un compte rendu de cet entretien a été fait et validé.
- [2] La mission a demandé à avoir accès aux dossiers de révision du commissaire aux comptes afin de prendre connaissance des travaux menés sur les placements. Un refus a été opposé à cette demande, ainsi formulé : « *la mise à disposition des dossiers de travail ne sera pas possible. En effet, si nous sommes bien déliés du secret professionnel à votre égard, la communication des dossiers de travail n'est prévue par aucun texte. Dans ce cadre, les recommandations de la CNCC sont d'observer strictement les textes et de ne pas mettre à disposition nos dossiers* ».
- [3] La mission observe qu'aucun texte n'interdit la communication de ces dossiers. Par ailleurs, un récent avis du Haut Conseil du commissariat aux comptes (concernant un corps d'inspection non spécifié) conclut que le CAC n'est pas tenu de communiquer ses dossiers, mais n'indique en rien que cela lui est interdit. La mission a fait valoir ce point au commissaire aux comptes, qui a continué à maintenir sa lecture des recommandations de la CNCC et n'a en conséquence pas accédé à la demande de la mission.

Le Haut Conseil du commissariat aux comptes (H3C) a été saisi d'une situation qui soulève la question de savoir si les inspecteurs d'un organisme de contrôle vis-à-vis desquels le secret professionnel du commissaire aux comptes est levé, peuvent consulter le dossier de travail de ce dernier.

Le H3C a considéré, au cas d'espèce, que la levée du secret professionnel du commissaire aux comptes à l'égard des inspecteurs de cet organisme était prévue par les textes et que le commissaire aux comptes était donc autorisé à communiquer des informations écrites ou orales dont il avait pu avoir connaissance dans le cadre de sa mission.

Le Haut Conseil a cependant relevé qu'aucun texte ne conférait aux inspecteurs de l'organisme de contrôle concerné un droit de communication du dossier de travail du commissaire aux comptes, contrairement à certains textes applicables à d'autres entités.

Le H3C a en effet observé que, dans le cas où le législateur a souhaité investir une autorité ou un organisme d'un droit de communication sur des documents détenus par un commissaire aux comptes, il l'a expressément prévu.

Le H3C conclut que la levée du secret professionnel du commissaire aux comptes induit une collaboration de ce dernier avec l'organisme de contrôle concerné. En revanche, en l'absence de disposition expresse, le commissaire aux comptes n'a pas l'obligation de permettre l'accès à son dossier de travail.

- [4] Cette position, que le CAC de la caisse a en l'occurrence mise en application, semble de nature à éviter audit commissaire aux comptes de faire l'objet, à titre personnel, d'une incrimination pénale, en raison d'une obstruction au contrôle mené par la mission.
- [5] Il n'en reste pas moins qu'une telle position, qui repose à l'évidence sur une lecture maximaliste de la position du H3C, ne semble être ni dans l'intérêt de la caisse, ni dans celle de ses affiliés, en ce qu'elle limite la capacité de l'IGAS à exercer un contrôle permettant de vérifier la sécurité des placements réalisés.
- [6] Aussi, la mission ne peut que regretter que le commissaire aux comptes soit resté sur cette position. La mission fait également observer qu'à l'occasion d'autres missions, y compris récentes, sur le même sujet, il a été possible d'accéder à de tels documents.

## 2. EXPLOITATION DES DOCUMENTS PRODUITS PAR LE CAC FOURNIS PAR LA CAISSE

- [7] Ce refus de transmission induisait une restriction du périmètre d'audit. Afin de limiter cette restriction, la mission a demandé à la caisse de lui fournir tous les documents produits à son attention par le CAC. Il lui a été fourni des documents pour les exercices 2008-2011. Pour les exercices antérieurs, la caisse n'avait pas de commissaire aux comptes et faisait appel au même prestataire pour des prestations d'audit dans un cadre purement contractuel.

Tableau 1 : Documents produits par le CAC et communiqués à la mission par la CRN

	2008	2009	2010	2011
Compte rendu d'intervention intérimaire	■		■	■
Transparent présentation au bureau	■	■	■	■
Commentaire sur les comptes annuels	■			
Audit des placements financiers		■		
Cartographie du système d'information		■		
Analyse des incidents SIGMA 2009		■		
Réunion de préparation de la mission			■	

Source : IGAS exploitation dossier CRN.

### 2.1. Les comptes rendus de mission d'intérim

#### 2.1.1. Mise en place du contrôle interne

- [8] Le projet a commencé en janvier 2008 et avait pour vocation de s'appliquer à l'ensemble des fonctions de la caisse. Les travaux initiaux ont néanmoins sur trois domaines uniquement : les cotisants, les allocataires et le support. Ce dernier domaine n'inclut pas la gestion financière (comptabilité, informatique, juridique et contrôle interne). Le compte rendu d'intervention de la mission d'intérim portant sur l'exercice 2008 rédigé en décembre 2008, indique que le dispositif « devrait être finalisé au cours de l'exercice 2009 ».
- [9] La recommandation identifiée en 2008 par le CAC comme la plus importante est de réaliser une cartographie des processus et des risques.. On remarquera à cet égard que la recommandation porte sur un périmètre de risques purement comptable (c'est-à-dire ayant un impact sur les comptes) qui diffère de celui visé par la mission qui comporte les risques financiers liés à la nature des placements détenus (risques de taux, de change,...) qui n'ont pas forcément un impact sur la sincérité des comptes .

- [10] Le compte rendu fait au bureau sur les comptes 2012 indique que « *la CRN a initié à partir du dernier trimestre 2011 un important chantier de formalisation de la cartographie des risques et d'identification des actions de maîtrise sur l'ensemble des processus afin de parfaire et de renforcer la fiabilité du dispositif mis en place [...] ce chantier doit normalement aboutir au cours du troisième trimestre 2012* ».
- [11] On notera que la recommandation la plus importante faite en 2008 sera mise en œuvre fin 2102 soit quatre ans plus tard.

### **2.1.2. Travaux en matière de placements lors de la phase d'intérim et travaux spécifiques**

- [12] Il n'est pas fait état de travaux en 2008. Le compte rendu 2009 n'a pas été fourni.
- [13] Il a été fourni par la caisse comme un document remis par le commissaire aux comptes et fait dans le cadre de sa mission d'intérim un document intitulé « *audit des placements financiers 2009* » par la société AUDEA. Cet audit consiste uniquement en une vérification de la valorisation du portefeuille au 31/12 en comparant les données de la caisse au référentiel Bloomberg.
- [14] La même société a réalisé en 2009 une cartographie du système d'information qui indique qu'une application de gestion financière (NABIS) a été installée avant 2006 mais jamais mise en production et que les placements sont gérés avec des tableaux Excel.
- [15] Le document fourni pour 2010 indique que « *nous avons soumis à tests des opérations de placements financiers de l'exercice 2010 sélectionnés de manière aléatoire afin de nous assurer de leur correct traitement par rapport à l'organisation interne en place. A cette occasion aucune anomalie n'a été identifiée. Sur la base de nos constats antérieurs, il conviendra de prévoir à la clôture l'intégration exhaustive des intérêts courus non échus des placements (notamment sur les bons de capitalisation)* ». Il note « *l'acquisition d'un logiciel de gestion des placements financiers pour remplacer le suivi effectué antérieurement sur l'outil Excel* ».
- [16] Le document pour 2011 indique que « *le dispositif de contrôle interne mis en place demeure inchangé et n'appelle pas de commentaire* ».
- [17] Cette affirmation paraît, à la première lecture, curieuse dans la mesure où il a été indiqué à la mission IGAS lors de ses investigations que le contrôle interne des placements financiers n'avait pas été mis en place. On peut sans doute la comprendre, sous le seul angle du risque comptable d'ordres passés sans validation et d'une mauvaise comptabilisation de la valeur des titres en fin d'exercice ce qui est limité.
- [18] Le sujet de la correcte valorisation des dépréciations en fin d'exercice est identifié ainsi que celui de l'obtention et de la revue des rapports des CAC des fonds.

### **2.2. Les présentations au bureau du conseil d'administration retraçant le contrôle des comptes**

- [19] Le document de présentation au bureau du conseil d'administration pour 2008 indique que dans le contexte d'un résultat de gestion financière négatif de 280 M€, soit un taux de rendement de -19,36 %, « *en terme de diligence, au-delà des travaux habituels nous avons procédé à un audit spécifique de la valorisation des actifs au 31/12/2008 et nous avons examiné les rapports des sociétés de gestion afin de nous assurer de l'absence de risques sur le portefeuille* ».
- [20] Cette formulation est ambiguë car il n'est pas précisé les risques couverts : dans la perspective d'un audit comptable, il s'agit sans doute d'estimer la nécessité de provisionner et non le risque au sens financier du terme. Elle est imprécise car les résultats de cet examen ne sont pas donnés.
- [21] Le document pour 2009, pourtant dans un tout autre contexte (résultat financier de + 180 M€), reprend à l'identique la formule de 2008

- [22] Le document pour 2010 indique que « *l'examen des procédures du cycle « gestion des placements financiers » met en évidence un suivi satisfaisant des opérations sur les placements financiers et leur correcte traduction comptable. Le circuit d'investissement et de rachats des titres entre les différents acteurs du processus est correctement appréhendé et sécurisé. Le nouveau logiciel de gestion WINTIT mis en place en 2010, permet désormais de limiter l'intervention humaine grâce à une gestion plus automatisée des placements* ». Il n'est pas fait état de diligences spécifiques relatives aux placements et le résultat financier est simplement présenté.
- [23] Le document pour 2011 indique que « *le dispositif de contrôle interne en place demeure inchangé par rapport à l'exercice précédent et met en évidence un suivi satisfaisant des opérations de placement financier* ». Il peut être fait sur ce sujet la même remarque que pour le développement comparable figurant dans le document pour 2010.
- [24] Il indique aussi que l'intervention finale a permis de s'assurer de « *la correcte application des méthodes de valorisations et d'estimations notamment concernant [...] les placements financiers* ».
- [25] Au total, à la lecture des documents fournis et sans que cette opinion puisse malheureusement être corroborée par l'examen du dossier, il apparaît que le contrôle du commissaire aux comptes est d'une portée limitée au strict respect de l'accomplissement de sa mission et qu'il donne donc une assurance concernant :
- les procédures de traitement des ordres (exhaustivité, conformité aux procédures internes, exactitude des sommes) dans le cadre comptable strict : le contrôle ne permettrait par exemple pas de détecter des ordres passés à des conditions moins favorables que possible en raison de délais de réalisation ;
  - l'exactitude de la valorisation du portefeuille dans les comptes et des provisions pour dépréciation.
- [26] *A contrario*, il ne donne aucune assurance sur la conformité à la réglementation applicable à la caisse ou aux règles qu'elle s'est elle-même fixée concernant les placements effectués. A cet égard, on peut recommander qu'il soit demandé au CAC de certifier, dans le cadre éventuellement d'un complément de mission en annexe des comptes un tableau répartissant le portefeuille de la CRN selon les catégories du décret.
- [27] Il ne donne non plus aucune assurance sur les risques encourus sur les placements effectués, ce qui n'est pas dans le champ de la mission du CAC.
- [28] **Si le champ d'intervention du CAC devait demeurer inchangé, cette limitation des risques couverts mériterait à tout le moins d'être mieux précisée dans les documents produits.**



## Annexe 3 : Revue analytique des rapports d'activité

- [29] La mission a demandé à la caisse de lui fournir les rapports d'activité pour la période sous revue. Lui ont été fournis les documents suivants.

Tableau 2 : Rapports d'activité : documents fournis

Document	Date
Bulletin de liaison comptes 2006	Septembre 2007
Bulletin de liaison comptes 2007	Septembre 2008
Rapport d'activité 2008	Septembre 2009
Rapport d'activité 2009	Septembre 2010
Rapport d'activité 2010	Juin 2011
Rapport d'activité 2011	Juin 2012

*Source : IGAS.*

- [30] Ces courts documents comportent la même structure : la composition du conseil d'administration, le message du président, la présentation des comptes et le rapport du directeur. Ils ont été exploités pour quelques informations financières globales sur la caisse et s'agissant des placements. Leur présentation et leur contenu changent en 2009.

### 1. MESSAGE DU PRESIDENT

- [31] Le message du président concerne la gestion financière et tient en une phrase résumant les caractéristiques majeures de l'année et le taux moyen de rendement. En 2008, ce taux est comparé à l'évolution de l'indice CAC 40 (- 43 %) qui n'est pas une référence pertinente au regard de la composition du portefeuille de la caisse et des indices de références mentionnés dans les conventions de gestion des fonds dédiés. En 2009, ce taux n'est pas donné le président note seulement que 70 % des pertes de l'année précédente ont été « effacées ».

### 2. LA PRESENTATION DES COMPTES

- [32] De 2006 à 2008, les comptes sont présentés à l'intérieur d'une partie intitulée « *synthèse du rapport de la commission de contrôle de la comptabilité* ». A partir de 2009, elle est intitulée présentation des comptes.

#### 2.1. *Résultat annuel et décomposition*

- [33] Le tableau global de présentation, avec un historique long des différentes composantes du résultat, n'est plus fourni à partir de 2009 ; cela est dommage car la comparaison au-delà de l'année antérieure est toujours utile.

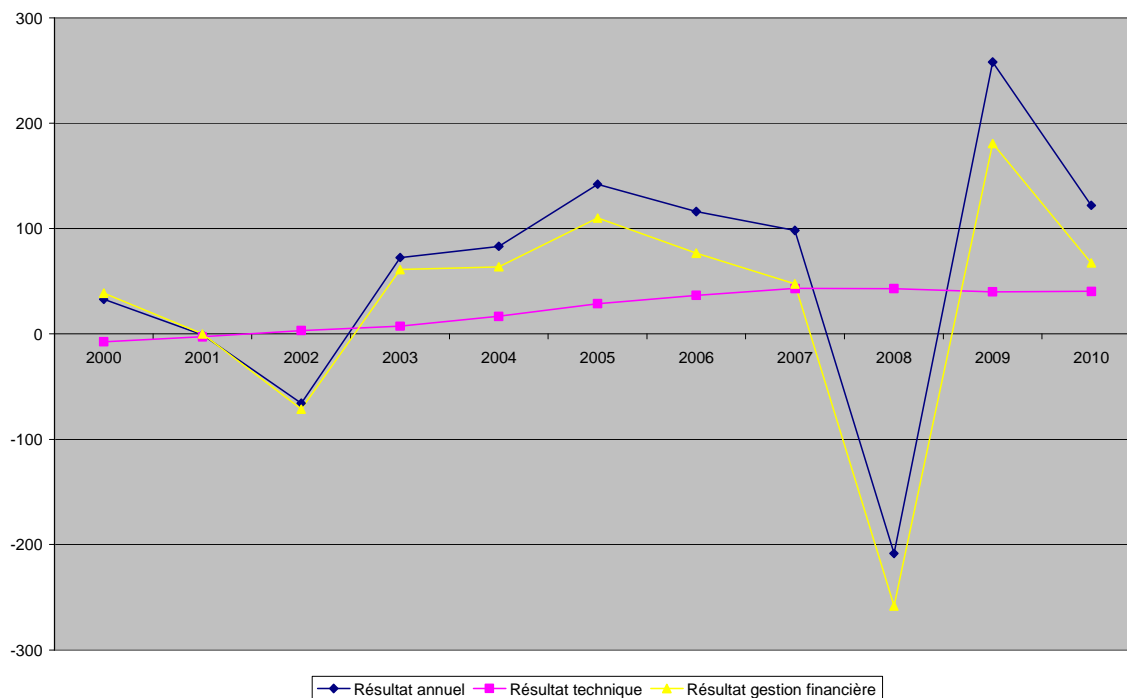
Tableau 3 : Résultat annuel et décomposition globale (M€)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gestion technique	-7,4	-2,7	3,2	7,3	16,7	28,7	36,5	43,2	42,9	40,1	40,3	33,5
Gestion financière	38,8	-0,03	-71,5	61,2	63,8	110	76,8	47,5	-258,2	180,8	67,3	-128,3
Gestion immobilière	4,2	4,5	5,4	6,9	5,1	5,8	5,4	10	9,4	37,7	14,9	9,1
Gestion administrative	-1,9	-2,9	-2,9	-3	-2,5	-2,4	-2,6	2,4	-2,4	-3,3	-3,5	-3,5
Résultat annuel	32,8	-1	-65,8	72,5	83,2	142,1	116,2	98,3	-208,3	258,2	122,1	-86
Total rubriques <sup>1</sup>	33,7	-1,13	-65,8	72,4	83,1	142,1	116,1	201,4	-416,6	513,5	119	-89,2

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

- [34] La gestion technique déficitaire au début des années 2000 devient excédentaire par la suite à un montant qui se stabilise en fin de période à 30 M€ environ. Le résultat financier détermine le résultat annuel.

Graphique 1 : Résultats annuels, techniques et financiers (M€)



Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

- [35] Les données pour 2008 diffèrent, très sensiblement pour la gestion administrative, selon qu'elles figurent dans le rapport 2008 ou le rapport 2009. Ce point n'a pas été audité car il n'entrait pas dans le périmètre de la mission.

<sup>1</sup> On notera qu'il y a une différence entre le total des éléments fournis et le résultat qui n'est pas directement visible depuis la suppression du tableau global mais qui mériterait d'être expliquée au regard de son ampleur

Tableau 4 : Comparaison résultats 2008 dans rapport activité 2008 et 2009

Source	Rapport 2008 €	Rapport 2008 K€	Rapport 2009	Ecart	Ecart %
Gestion technique	42 891 063	42 891	43 040	149	0,3 %
Gestion financière	-258 202 973	-258 203	-258 203	0	0,0 %
Gestion immobilière	9 422 609	9 423	9 516	93	1,0 %
Gestion administrative	-2 436 570	-2 437	-3 217	-780	32,0 %
Total rubriques	-208 325 871	-208 326	-208 864	-538	0,3 %
Résultat annuel	-208 325 871	-208 326	-208 327	-1	0,0 %

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

- [36] Le rapport 2010 conclut sur les faits marquants de l'exercice 2011 en notant la « mise en place d'un dispositif de contrôle interne sur l'ensemble des secteurs d'activité de la CRN » ce qui n'est pas exact car il n'est pas mis en place de contrôle interne pour l'activité de placement.

## 2.2. Gestion financière

### 2.2.1. Des données moins détaillées à partir de 2009 moment où la performance commence à être analysée par rapport à des indices de référence

- [37] Un tableau décomposant le résultat financier est fourni pour les années 2006 à 2008 mais ne l'est plus après. Il en va de même pour un tableau donnant la décomposition du portefeuille en prix de revient qui est remplacé par des données moins détaillées en valeur de réalisation.
- [38] Les rapports 2009 et suivants sont dans des couleurs plus vives mais ils comportent une information moindre. L'information se focalise sur le rendement en le comparant à des indices de référence (qui ne sont pas toujours précisés dans le texte). On passe d'un chiffrage des actifs financiers en valeur d'acquisition à une valeur de réalisation sans que le passage entre les deux modes d'évaluation ne soit explicité.
- [39] Le tableau ci-dessous montre l'appauvrissement en 2007 et 2009 des informations disponibles. On peut regretter la disparition :
- de la distinction de la performance en gestion directe et dans les FCP dédiés ;
  - la disparition en 2007 et 2008 de la décomposition du rendement du portefeuille titre.
- [40] Les informations nouvelles apportées à partir de 2009 sont la comparaison, par grande classes d'actifs, de la performance par rapport à celle d'indices de référence.

Tableau 5 : Comparaison des informations disponibles

	2006	2007	2008		2009	2010	2011
Rendement global capital moyen investi titres	8,38 %	3,73 %	-21,01 %		17,59 %	5,19 %	-9,39 %
gestion directe	12,69 %						
FCP dédiés	7,32 %						
FCP dédiés actions	18,72 %			Actions	31,40 %	9,50 %	-15,96 %
				indice référence actions	25,54 %	0,83 %	-14,03 %
FCP diversifiés	9,74 %			gestion diversifiée	15,54 %	4,14 %	-7,7 %
				indice référence gestion diversifiée	15,30 %	1,40 %	-5,8 %
FCP obligation convertible	10,33 %			obligations convertibles	29,65 %	6,63 %	-9,39 %
				indice référence obligations convertibles	15,30 %	1,40 %	-5,8 %
FCP dédiés obligations	-0,25 %			Obligations	6,40 %	1,77 %	-3,16 %
				indice référence obligations	4,32 %	1,17 %	1,78 %
Trésorerie rendement	2,70 %	3,10 %	4,31 %		1,75 %	3,23 %	0,14 %
EONIA	2,91 %	3,86 %	3,94 %		0,72 %	0,44 %	0,88 %

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité ces données figurent dans le rapport mais ne sont pas présentées comme ici sous forme d'un tableau récapitulatif.

### 2.2.2. Des explications du résultat financier qui deviennent de plus en plus succinctes et se concentrent sur la performance sans que le risque ne soit même mentionné

[41] Les explications données sur le résultat sont les suivantes :

- 2006 (+ 76,8 M€) : « Cette baisse [du rendement moyen des capitaux placés par rapport à 2005] est en grande partie imputable aux produits obligataires dont les performances ont été négatives en 2006 ». « La gestion directe a obtenu une meilleure performance que la gestion déléguée du fait de son allocation d'actifs. La poche action de la gestion directe est significativement supérieure proportionnellement à celle de la gestion déléguée ».

- 2007 (+ 47,5 M€) : «Le résultat [...] est en diminution de 38,19 % par rapport à 2006 [...]. Bien que cette baisse soit conséquente, la CRN obtient tout de même un résultat positif dans un contexte de crise financière et de ralentissement économique ». « En 2007 la performance des FCP actions a été supérieure à celle du CAC 40 et celle des FCP obligations a révélé une rentabilité inférieure à l'évolution de l'indice de référence de cette classe d'actif. La performance moyenne des FCP diversifiés est quant à elle proche de l'indice composite ». La moins bonne performance de la trésorerie par rapport à l'EONIA « provient essentiellement de la crise des subprimes qui a pénalisé certains produits monétaires ». « Il est cependant à noter que nos actifs ne comportaient aucun produit issu de la titrisation de la dette immobilière américaine (ABS,..) ».
- 2008 (- 258,2 M€) : «La performance des FCP actions a été globalement inférieure à celle du CAC 40 et celle des FCP Obligations a révélé une rentabilité très nettement en dessous de l'évolution de l'indice de référence de cette classe d'actifs. La performance moyenne des FCP diversifiés est quant à elle au dessus de l'indice composite ». La bonne performance des placements monétaires « provient essentiellement de la sélection des supports de placements ainsi que le recours aux certificats de dépôts qui ont délivré en 2008 une excellente performance ».
- 2009 (+ 180,8 M€) : «La CRN obtient des performances supérieures aux indices du marché pour chacune des classes d'actifs ».
- 2010 (+ 67,3 M€) : «Les résultats de la CRN se situent très nettement au dessus des indices de référence ».
- 2011 (- 128,3 M€) «Les résultats de la CRN sont, en 2011, en recul par rapport aux indices de référence [...] Régulièrement la CRN obtient des performances bien au-delà des indices de référence. La CRN fait appel à des gestionnaires dits « de conviction », or en 2011, ce type de gestion a été particulièrement pénalisé sur toutes les classes d'actif.

[42] Le commentaire de 2011 mérite d'être relevé sur deux points.

[43] En premier lieu si la CRN obtient en 2011 des « performances bien au-delà des indices de référence » c'est à la baisse : les résultats sont moins bons que tous les indices de référence comme le montre le tableau ci-dessous.

[44] On rappellera pour mémoire que la sur ou sous performance par rapport à l'indice de référence peut être en premier lieu lié au niveau de risque pris : un portefeuille plus risqué que l'indice de référence sera meilleur en période positive et moins bon en période négative. Le fait que la CRN dans l'ensemble sur performe ses indices en positif en période de résultat financiers positif (2009 et 2010) et les sous performe tous en 2011 année de résultat négatif peut témoigner de ce comportement et traduire une prise de risque supérieure en comparaison de la référence choisie.

[45] De même, la référence à un indice est aussi implicitement la référence à la *duration* moyenne des valeurs qui composent cet indice. La référence n'est pas forcément pertinente si les besoins du passif imposent – pour cette classe d'actif – une *duration* autre. C'est là l'intérêt d'une gestion actif/passif que la caisse ne met pas en œuvre.

Tableau 6 : Ecart de rendement CRN par rapport à l'indice de référence utilisé (%)

	2009	2010	2011
Actions	5,86	8,67	-1,93
Gestion diversifiée	0,24	2,74	-1,90
Obligations convertibles	14,35	2,74	-1,90
Obligations	8,90	-0,37	-2,64
Trésorerie	1,03	2,79	-0,74

Source : Exploitation IGAS Rapports d'activité.

[46] En second lieu, la référence à un type de gestion de « conviction » aurait mérité un minimum d'explications.

[47] **Au total, on constate une information moins détaillée limitée à des comparaisons d'une année sur l'autre sans perspective de moyen long terme. Tous les indicateurs et commentaires portent sur le rendement, la performance, le mot risque n'est jamais écrit. Aucun indicateur du niveau de risque du portefeuille n'est fourni.**

### **2.2.3. Un portefeuille analysé dans ses grandes lignes**

[48] Le portefeuille est dans la première période décomposé entre actions et fonds actions/obligations et fonds obligataires/fonds diversifiés en prix de revient puis en valeur de marché sans que ces deux données ne soient jamais comparées.

[49] Des données de composition du portefeuille sont fournies qui permettent une première analyse et sont pertinentes. Les comparaisons sont toutefois uniquement annuelles. Cette décomposition ne fait aucune référence ni aux obligations réglementaires ni à l'allocation stratégique d'actifs de la caisse, ce qui serait pourtant utile.

### **2.3. *Le même constat d'un appauvrissement des données peut être fait pour la gestion immobilière qui se réduit à partir de 2009 à un tableau donnant le résultat par section et total***

[50] Les trois premiers rapports comportent les principales charges et produits et des données de gestion comme la répartition des loyers selon les sections et la nature des locaux, les taux de vacances, les taux de rotation,...

[51] Toutes ces données, d'autant plus utiles qu'elles seraient mises dans une perspective de longue période disparaissent à partir de 2009 et sont transférées pour une large part dans la partie rapport du directeur.

## **3. LE RAPPORT DU DIRECTEUR**

### **3.1. *Le contenu du rapport***

[52] S'agissant de la gestion financière il donne une décomposition plus fine du portefeuille et des données de rendement qui pour une large part doublonne celles figurant dans la partie précédente mais aussi des informations complémentaires.

[53] L'articulation entre les deux parties du rapport n'est pas parfaite. En 2006 le directeur indique que le rendement de la trésorerie est de 2,64 % (contre EONIA de 2,84 %) alors que la partie relative aux comptes donne respectivement les chiffres de 2,70 % et 2,91 % (la précision décimale des chiffres exclut une erreur d'arrondi). De même, en 2008, 4,42 % et 3,95 % contre 4,31 % et 3,94 % dans la partie comptes.

[54] On retrouve, en 2010 et en 2011, dans le rapport du directeur des éléments plus complets sur la gestion immobilière qui compensent partiellement la perte d'information dans la partie comptes.

### **3.2. *Les explications du résultat financier***

[55] En 2006, le rapport du directeur est uniquement factuel et n'explique pas les résultats présentés. En 2007, il est indiqué que « *la situation des marchés financiers n'aura pas permis à la CRN de dégager des performances à la hauteur de celles des trois années précédentes. Le rendement 2007 du placement de l'ensemble des actifs financiers de la CRN, y compris les plus values latentes est de près de 4 %.* ».

- [56] En 2008, il est écrit « *Dans cet environnement de crise généralisée, les investissements de la CRN, comme en 2007 se sont portés en priorité sur des supports sans risques tels que le monétaire pur et les certificats de dépôt tout en maintenant le portefeuille actions* ».
- [57] Cette phrase est trompeuse au regard de la nature des investissements de la caisse qui à cette date comporte une part non négligeable de produits risqués voir spéculatifs (cf. 4.).
- [58] En 2009, il est écrit « *la gestion des actifs financiers et immobiliers a permis de dégager en 2009 un résultat positif de 218,5 M€ correspondant à 90 % du recul enregistré en 2008* ».
- [59] En 2010, après le rappel de l'évolution des indices représentatifs des actions, obligations et monétaires utilisés ; il est écrit « *heureusement la performance des placements financiers de la CRN, grâce à des arbitrages judicieux de la commission des placements, ressort à 5,19 % sur l'exercice 2010 et ce dans une enveloppe de risque raisonnable de l'ordre de 6 %* ». **Pour la première fois le mot risque est utilisé mais d'une manière qui ne permet pas de comprendre comment est évaluée cette « enveloppe de risque » (la caisse peut perdre 6 % de son patrimoine sur quelle période et selon quelle probabilité par exemple).**
- [60] Le rapport 2011, alors que le résultat financier est négatif de 128,3 M€, rappelle les grandes évolutions des indices et présente les données habituelles sans commentaire particulier
- [61] Au total la mission recommande de revoir le rapport d'activité à la fois pour mieux en coordonner les différentes parties et pour en dégager des informations et indicateurs suivis sur des périodes plus longues et qui soient un véritable tableau de bord à destination des administrateurs et des affiliés sur des aspects de gestion.
- [62] **Il est de plus indispensable d'inclure des éléments sur le risque dans ce document.**

## Annexe 4 : Revue analytique des comptes

- [63] La mission a procédé à la revue des états financiers et de leurs documents annexes pour les années 2006 à 2011, de manière globale pour les bilans et comptes de résultat, de manière plus détaillée pour la gestion financière et la gestion immobilière. L'analyse faite ici est globale et non par régime.

### 1. CONTENU DES ETATS FINANCIERS ET DE LEURS ANNEXES

- [64] Les annexes sont fournies et comportent de manière stable au cours du temps des éléments d'informations détaillés qui sont pour une part retracés ci-dessous. Au contraire, des rapports d'activité, l'analyse des comptes et de leurs annexes permet de construire une bonne vision de la situation de la caisse et en particulier de ses placements. Il est toutefois peu probable que les administrateurs et les affiliés se livrent à ce travail d'analyse ; cela renforce la recommandation faite de meilleurs tableaux de bord à destination des administrateurs et affiliés puisque les données sont aisément disponibles.
- [65] Les placements sont inscrits comptablement en « valeur mobilières de placement » sauf pour la partie qui correspond aux placements de trésorerie. Contrairement à une autre caisse contrôlée par la mission qui a elle aussi une fraction facultative avec un système de classes, la CRN n'en tire pas comme conclusion qu'elle doit inscrire ses titres en valeurs immobilisées et déroger au PCUOSS pour inscrire à son bilan des provisions mathématiques correspondant à ces « engagements ».
- [66] De même, la caisse applique les règles de valorisation de droit commun et non des règles tirées de la comptabilité des assurances. Elle provisionne à 100 % les moins values latentes. Les valeurs comptables en prix de revient sont comparées au cours de moyen de décembre pour les actions cotées et les obligations détenues en direct, la valeur boursière en fin d'exercice pour les autres titres cotés.
- [67] Les comptes sont certifiés depuis l'exercice 2008. Le commissaire aux comptes, choisi après appel d'offres est demeuré le cabinet qui apportait auparavant des prestations d'audit de ces comptes.
- [68] Au cours de l'exercice 2009 a été mis en place une comptabilité analytique qui a contribué à modifier la présentation de certains documents figurant dans les états financiers et leurs annexes, s'agissant du traitement de la gestion administrative.

### 2. BILAN CONSOLIDE

- [69] Compte tenu du poids des réserves, le bilan est essentiellement composé des résultats et réserves au passif et des immobilisations financières à l'actif.



Tableau 7 : Bilan consolidé grandes masses (M€)

Cpte		2005	2006	2007	2008	2008 <sup>2</sup>	2009	2010	2011
	<b>Actif</b>	1 205	1 392	1 427	1 222	1 352	1 605	1 654	1 566
21	Immobilisations corporelles	124	128	126	124	124	112	94	92
27	Immobilisations financières	989	1 135	1 243	972	972	1 209	1 436	1 356
50	Valeurs mobilières de placement	83	57	50	118	118	133	113	111
18	Comptes de liaison <sup>3</sup>		64			130	130		
	Total	1196	1384	1419	1214	1344	1584	1643	1559
	<b>Passif</b>	1 205	1 392	1 427	1 222	1 352	1 605	1 654	1 566
10	Réserves	1 051	1 199	1 315	1 414	1 414	1 205	1 463	1 585
11	Résultats exercice	142	116	98	-208	-208	258	122	-86
18	Comptes de liaison		64			130	130		
	Autres dettes							<b>57</b>	<b>54</b>
	Total	1 193	1 379	1 413	1 206	1 336	1 593	1 642	1 553

Source : Exploitation IGAS états financiers.

- [70] On peut noter que le montant des autres dettes est supérieur en 2010 et 2011. De même, les immobilisations corporelles sont en diminutions. Ces deux points s'expliquent par la création de SCI et le transfert de biens immobiliers à ces dernières

### 3. RESULTAT GLOBAL ET PAR GESTION

- [71] Le mode de comptabilisation est modifié en 2009 suite à la mise en place d'une comptabilité analytique. Le résultat technique s'est accru sur la période avec une stagnation en fin de période. Le résultat global est déterminé par le résultat financier.

Tableau 8 : Résultat décomposition par gestion (M€)

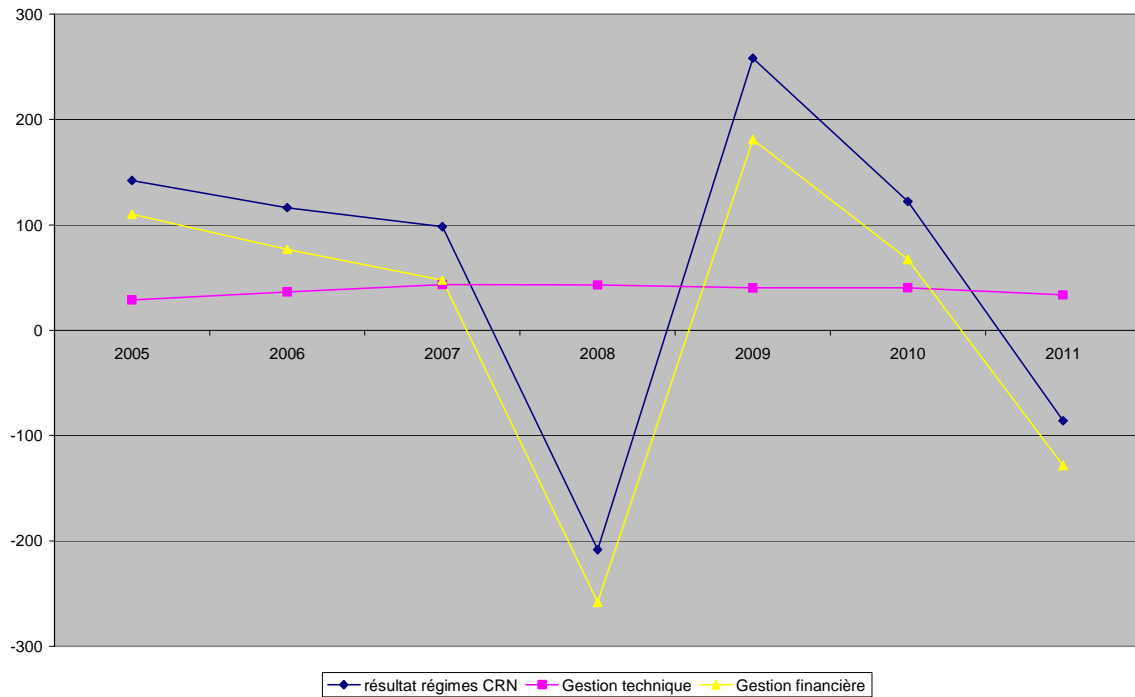
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Régimes de la CRN	142,1	116,2	98,3	-208,3	258,2	122,1	-86
Gestion technique	28,7	36,5	43,2	42,9	40,1	40,3	33,5
<b>Gestion financière</b>	<b>110</b>	<b>76,8</b>	<b>47,5</b>	<b>-258,2</b>	<b>180,8</b>	<b>67,3</b>	<b>-128,3</b>
<b>Gestion immobilière</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>10</b>	<b>9,4</b>	<b>37,7</b>	<b>14,9</b>	<b>9,1</b>
Action sociale					-0,4	-0,3	-0,3
Gestion administrative	-3,1	-3,3	-3,2	-3,2			
Dotation CNAVPL	0,7	0,7	0,7	0,7			
Gestion pour compte de tiers	6	10,1	10,1	9,1	9,4	6,3	ND

Source : Exploitation IGAS tableau de comparaison des résultats.

<sup>2</sup> Comptes 2009.

<sup>3</sup> La mission n'a pas audité la nature et le contenu de ces comptes de liaison qui n'entraient pas dans son périmètre d'audit.

Graphique 2 : Les résultats par gestion



Source : *Exploitation des états financiers.*

#### 4. LE RESULTAT FINANCIER

[72] La caisse fait en fin d'exercice un aller et retour sur les fonds qu'elle détient de manière à constater les plus et moins values latentes. De ce fait les provisions sont limitées (cf. *infra*).

#### 4.1. Décomposition du résultat financier

Tableau 9 : Décomposition du résultat financier (K€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Charges</b>	864 854	1 024 467	1 249 316	1 304 183	1 283 149	1 426 354	1 648 680
Sous-traitance administrative					625	666	727
Divers frais	126	129	209	174	370	289	327
<b>Valeur comptable des cessions</b>	<b>833 792</b>	<b>1 023 411</b>	<b>1 248 473</b>	<b>1 295 676</b>	<b>1 281 886</b>	<b>1 420 359</b>	<b>1 630 367</b>
Autres charge	936	927	634	8 333	267	5 040	17 259
dont provisions pour dépréciations de titre	849	865	579	8 239	209	4 343	16 591
<b>Produits financiers</b>	974 849	1 101 290	1 296 799	1 045 979	1 643 934	1 493 638	1 520 403
Revenus du portefeuille de titres	4 154	4 173	4 518	6 026	3 551	7 194	4 410
<b>Produit des cessions</b>	<b>967 867</b>	<b>1 095 354</b>	<b>1 291 814</b>	<b>1 039 616</b>	<b>1 453 045</b>	<b>1 485 936</b>	<b>1 512 192</b>
Autres produits	2 827	1 764	467	337	7 339	507	3 801
dont reprises provisions pour dépréciation	2 807	1 764	467	337	7 337	507	3 625
Résultat	109 995	76823	47 482	-258 203	180 786	67 284	-128 278
Régime base	35	101	74	48	10	9	

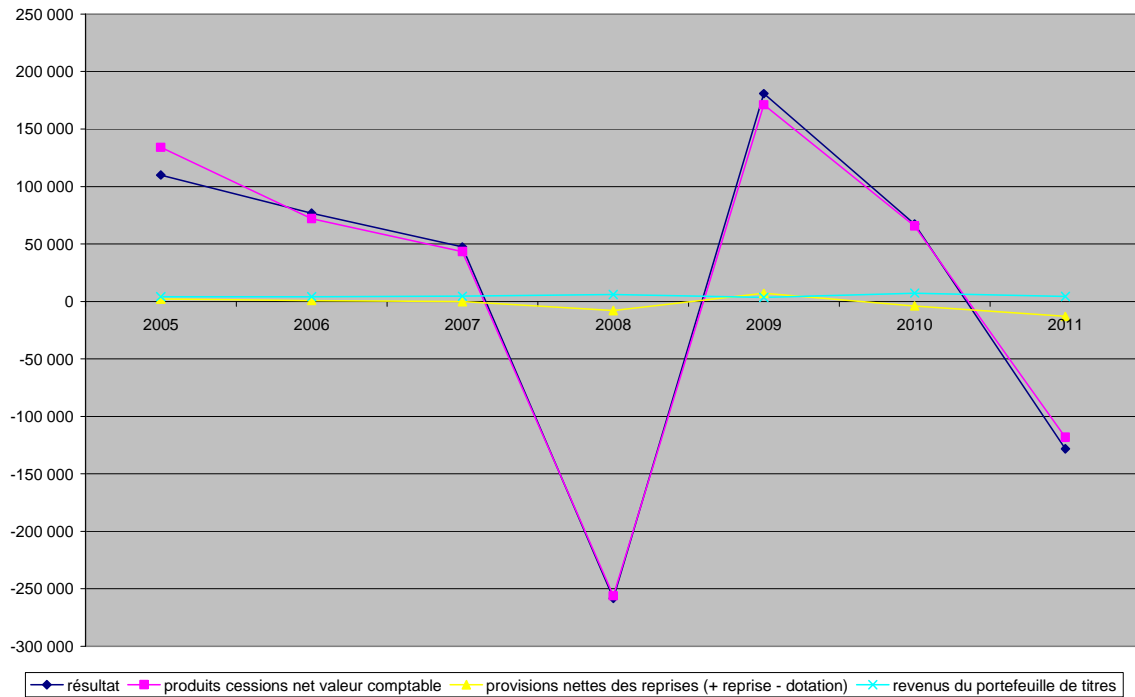
Source : Exploitation des états financiers.

Tableau 10 : Présentation regroupée du résultat financier (K€)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat	109 995	76823	47 482	-258 203	180 786	67 284	-128 278
Produits cessions net	134 075	71 943	43 341	-256 060	171 159	65 577	-118 175
Revenus du portefeuille de titres	4 154	4 173	4 518	6 026	3 551	7 194	4 410
Provisions nettes des reprises	1 958	899	-112	-7 902	7 128	-3 836	-12 966

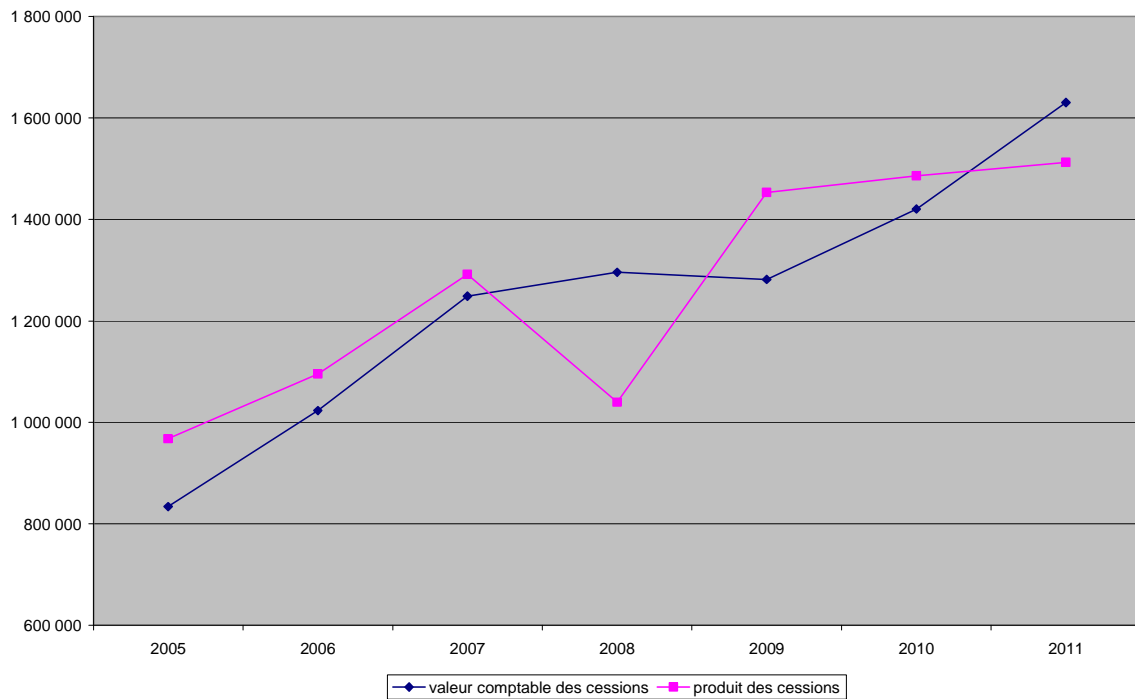
Source : Exploitation des états financiers.

Graphique 3 : Présentation regroupée du résultat financier



Source : Exploitation des états financiers.

Graphique 4 : Produits et prix de revient des cessions des valeurs mobilières de placement



Source : Exploitation des états financiers.

## 4.2. Décomposition du résultat des opérations en capital

Tableau 11 : Décomposition du résultat des opérations en capital (K€)

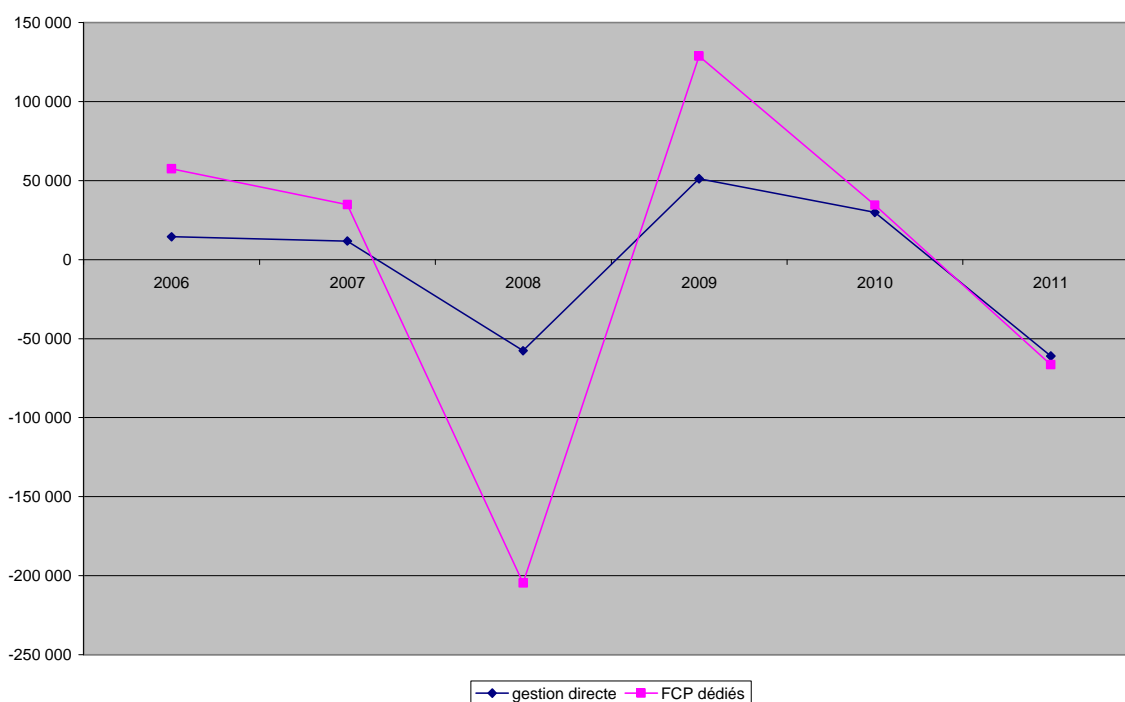
		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gestion directe	Actions	117	5 912	716	4 234	447	-4 128
	OPCVM actions	15 426	4 966	-59 773	45 638	27 023	-59 924
	Obligations	-1 129	818	1 502	1 268	930	600
	<b>Total</b>	<b>14 414</b>	<b>11 696</b>	<b>-57 630</b>	<b>51 141</b>	<b>29 848</b>	<b>-61 124</b>
FCP dédiés	FCP actions	23 739	16 235	-98 449	41 835	8 877	-23 718
	FCP obligations convertibles	4 569	4 543	-29 784	22 437	6 151	-9 175
	FCP diversifiés	29 550	12 520	-71 109	45 233	14 562	-27 605
	FCP obligations	-326	1 412	-5 215	19 231	4 890	-5 952
	<b>Total</b>	<b>57 532</b>	<b>34 710</b>	<b>-204 557</b>	<b>128 736</b>	<b>34 489</b>	<b>-66 450</b>

Source : Exploitation des états financiers.

[73] Cette analyse donne les contributions de chaque « secteur » ou type de produit au résultat des opérations en capital elle ne prend pas en compte la répartition du portefeuille et ne mesure pas la rentabilité qui sera vue *infra*.

[74] La gestion déléguée contribue plus fortement au résultat.

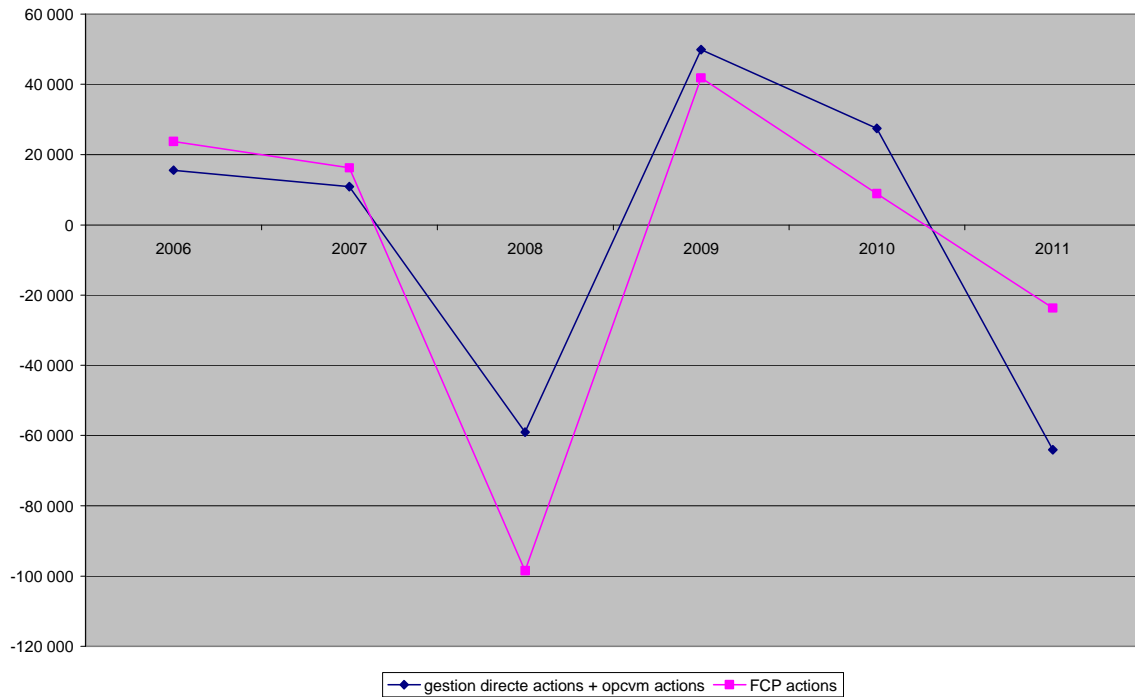
Graphique 5 : Contribution gestion directe gestion déléguée



Source : Exploitation des états financiers

[75] On peut comparer les résultats des opérations en capital de chacune tant pour les obligations que pour les actions.

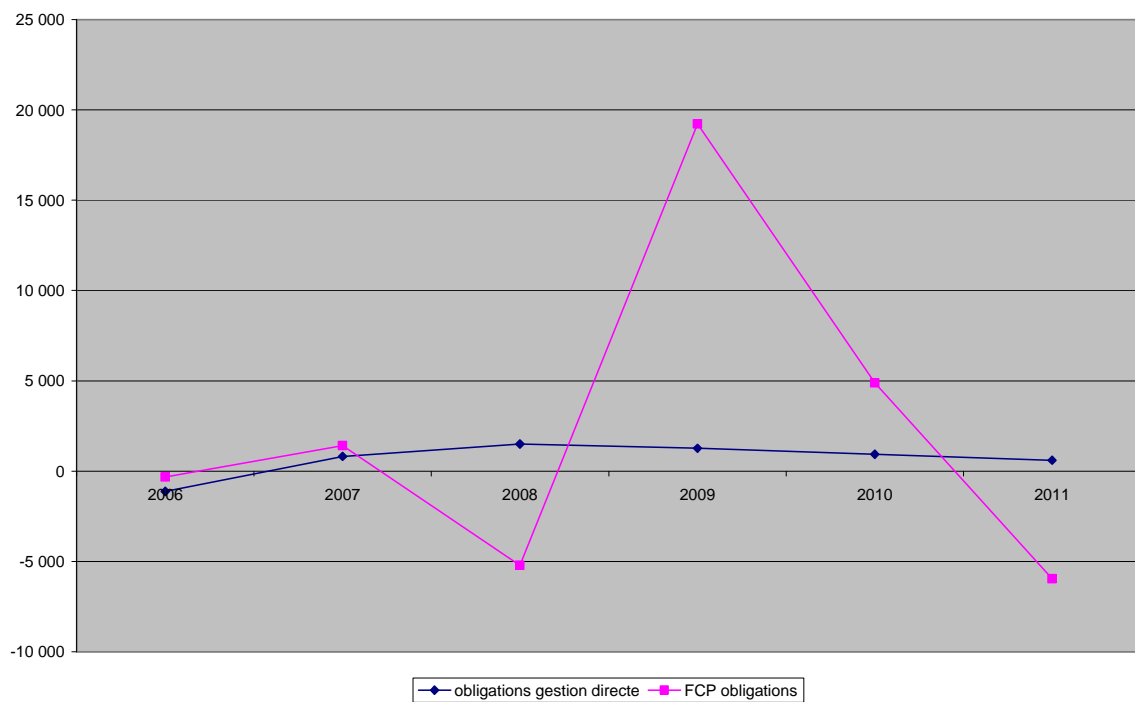
Graphique 6 : Résultats opérations en capital gestion directe et déléguée actions



Source : *Exploitation des états financiers*

- [76] Pendant la crise de 2008, la gestion directe n'est pas moins performante que la gestion déléguée. Toutefois, en 2011, les résultats du portefeuille géré en direct sont inférieurs à ceux de la gestion déléguée.

Graphique 7 : Contribution gestion directe et déléguée obligations

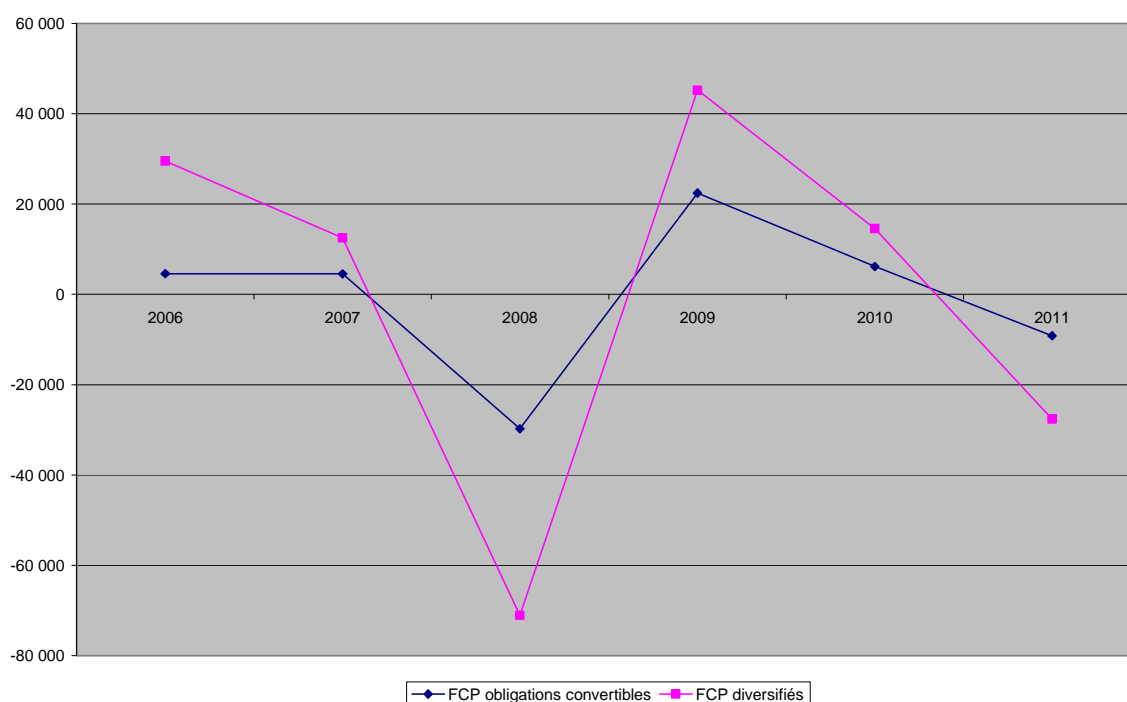


Source : *Exploitation des états financiers.*

[77] La politique de la CRN en matière de placements obligataires consiste à porter ces derniers jusqu'à leur échéance pour ce qui est de la fraction gérée en direct. Sauf défaut de l'émetteur, le résultat financier d'une telle stratégie est toujours positif et régulier. Il correspond à l'encaissement des coupons successivement détachés les obligations.

[78] *A contrario*, les obligations et, plus généralement les titres de taux, détenus par le biais d'OPCVM obéissent à des stratégies convenues avec le gérant du fonds ou bien sont gérés de manière discrétionnaire par ce dernier. Dans la mesure où les gérants ont vocation à « surperformer » des indices de référence (« battre le marché »), ces derniers prennent des positions dites directionnelles en réalisant des achats/ventes afin d'anticiper au mieux les déformations de la courbe des taux. *In fine*, ce type de gestion est plus volatile et peut conduire à des gains et des pertes importants.

Graphique 8 : Résultats opérations en capital FCP obligations convertibles et FCP diversifiés



Source : Exploitation des états financiers.

## 5. DECOMPOSITION ET VALORISATION DU PORTEFEUILLE

[79] Les modes de gestion (politique d'aller-retour en fin d'année) font qu'il n'y a que très peu de moins values latentes.

Graphique 9 : Comparaison de la valeur comptable et de la valeur de réalisation des placements hors immobilier



Source : CRN.

[80] Le portefeuille est pour l'essentiel composé de FCP dédiés et d'OPCVM ouverts que la caisse considère comme en gestion directe. Au cours de la période on note :

- la diminution, à partir d'un faible niveau, des actions et des obligations détenues en direct ;
- une diminution du poids des FCP dédiés et une forte augmentation de celui des OPCVM ouverts.

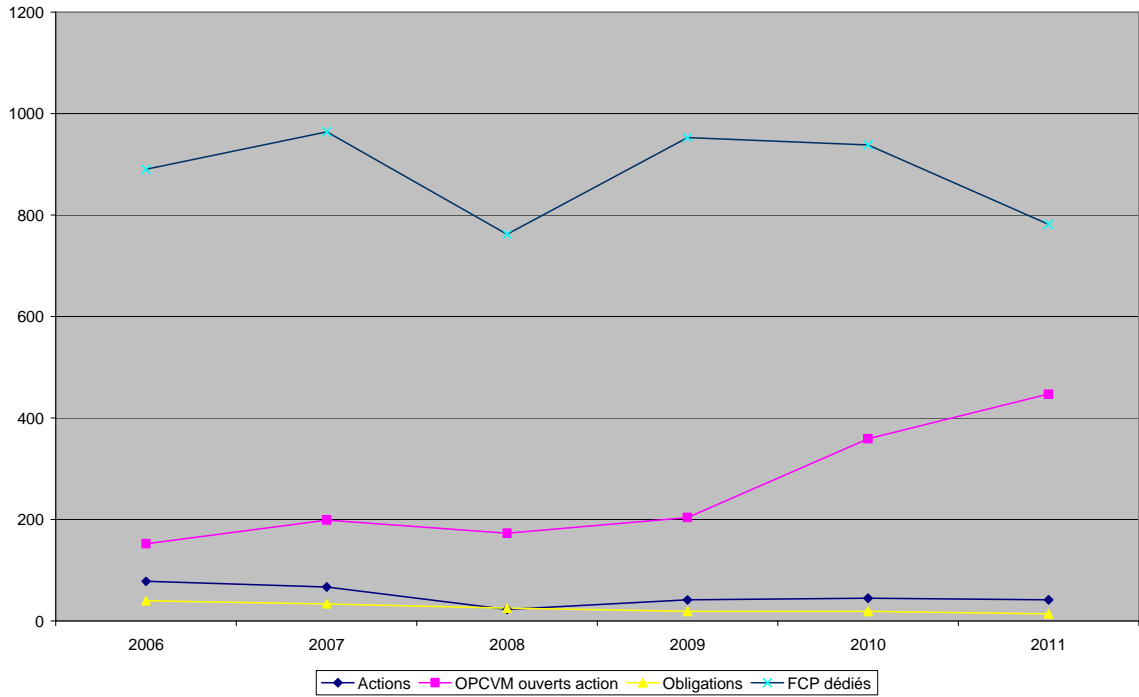
Tableau 12 : Portefeuille au 31/12 - valeur de marché (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Actions	78	67	23	41,5	45	42
OPCVM ouverts action	152	199	173	204	359	447
Obligations	40	34	25	19	19	14
FCP dédiés	890	964	762	953	938	782

Source : CRN.

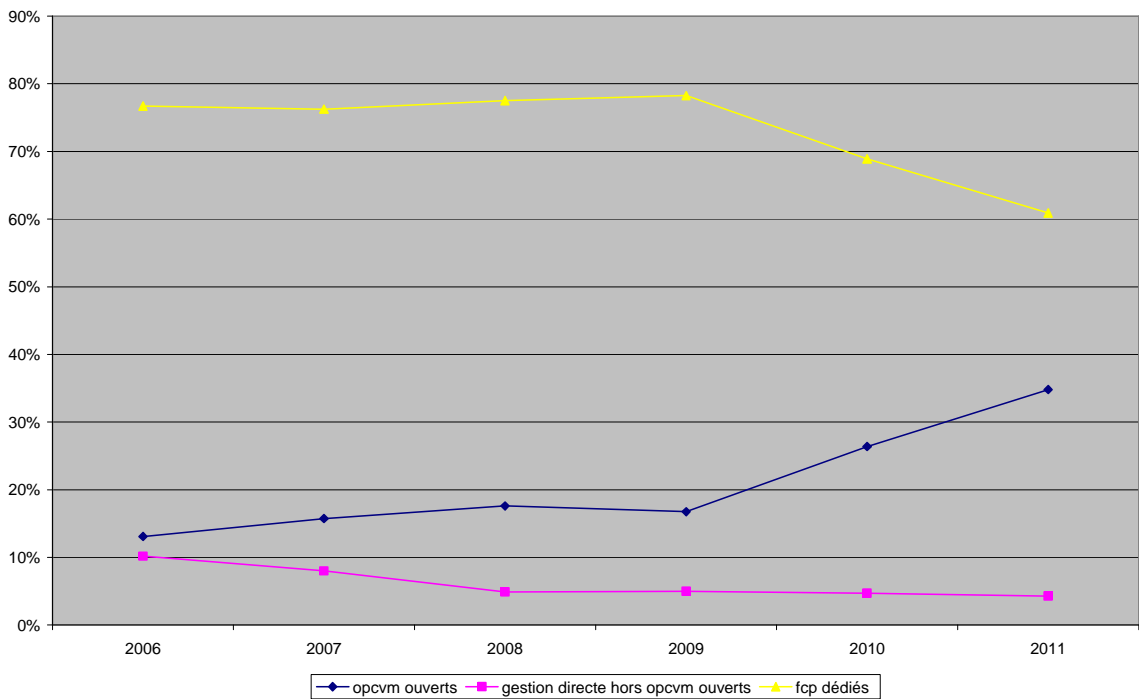


Graphique 10 : Evolution des différentes catégories d'OPCVM détenus (M€)



Source : CRN.

Graphique 11 : Evolution des différentes catégories d'OPCVM détenus (%)



Source : CRN.

## Annexe 5 : Etudes actuarielles

- [81] Annuellement, des études actuarielles sont conduites pour ce qui est des sections B et C du régime complémentaire géré par la caisse de retraite des notaires. Plus précisément ces travaux portent sur la mise en place d'indicateurs pertinents dans le cadre du pilotage des sections.
- [82] Dans ce contexte, la CRN a demandé au cabinet WINTER & Associés de mener des travaux d'analyse actuarielle sur la base des principes et méthodes qui ont été définis avec la collaboration des équipes techniques de la caisse et de procéder aux éventuelles mises à jour des paramètres actuariels du régime, telles que les tables de mortalité ou le taux technique (cf. infra), en fonction des règles applicables en la matière dans le cadre de la réglementation en vigueur dans des secteurs d'activité proches (mutualité, assurances, institutions de prévoyance).
- [83] L'ensemble des travaux a été mené sur la base des fichiers de données transmis arrêtés au 31 décembre 2011.

### 1. DES HYPOTHESES ECONOMIQUES ET ACTUARIELLES GLOBALEMENT EN LIGNE AVEC L'EXPERIENCE MAIS OPTIMISTES EN CE QUI TOUCHE AU TAUX DE RENDEMENT FINANCIER ANTICIPE

- [84] L'évolution d'un régime de retraite dépendant fortement de l'environnement économique, démographique et social qui pèse sur ses mécanismes de fonctionnement, le cabinet WINTER & Associés tente d'apprécier cet environnement au travers de paramètres actuariels qui sont rassemblés dans un « cahier d'hypothèses actuarielles » fourni à la CRN. Celui-ci a fait l'objet d'échanges entre le cabinet de conseil et les responsables de la CRN et d'une validation de la part de la direction de la caisse.
- [85] Le cabinet de conseil analyse les hypothèses à caractère économique (croissance des produits de base, inflation, valeurs de service du point) retenues et les compare aux valeurs historiques. A ce titre, un test de sensibilité envisageant une baisse des revenus de 30 % permet de mesurer l'impact d'une baisse très significative des revenus. Le taux d'évolution de la valeur de service du point suit pour sa part un rythme de croissance identique à celui de l'inflation. Cette dernière n'est pas directement modélisée afin de s'affranchir de cette contrainte. Aussi, les études conduites par le cabinet de conseil se placent dans un cadre d'évolution à euros constants. Par conséquent, la dérive du point est nulle dans ce référentiel.

**Réponse de l'organisme :** *La référence aux revenus vise vraisemblablement aussi une référence aux produits.*

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

- [86] Concernant les hypothèses actuarielles, les plus importantes traitent du choix du taux d'actualisation et des tables de mortalité permettant d'estimer la mortalité future des affiliés.

- [87] Le taux d'actualisation retenu s'est porté sur 2 %. Pour le cabinet WINTER & Associés, ce taux apparaît en cohérence avec le contexte économique actuel. Toutefois, le cabinet est conscient que ce dernier demeure supérieur au taux maximal applicable aux engagements des entreprises d'assurances fin 2011 qui s'élève à 1,75 %<sup>4</sup>. Ce taux est identique à celui retenu en 2010 (2,25 % en 2009, 2,50 % de 2006 à 2008 et 3,00 % en 2004 et 2005). Des tests de sensibilité ont été menés en retenant des taux de 2,50 % et 3,00 %.

**Réponse de l'organisme :** *Les commentaires faits sous le paragraphe 133 du rapport relatif aux taux d'intérêt sont aussi valides. Le taux d'actualisation retenu serait une moyenne pondérée des taux passés chez les assureurs, fonction des générations successives de versements. Il est, dans une période de baisse des taux comme celle qui est observable depuis une trentaine d'années, systématiquement supérieur au taux spot. Dans ces conditions, les mesures de sensibilité simples ont l'intérêt de donner une indication. Elles ne peuvent en revanche intégrer des phénomènes liés à une forte variabilité des versements comme par exemple dans le cas de la Caisse de Retraite des Notaires, celui des phénomènes de rachat.*

**Observation de la mission :** *Doublon. Il a été répondu dans le corps du rapport.*

- [88] Sur le plan démographique, les hypothèses utilisées (âge de départ à la retraite, taux de réversion) sont en ligne avec les observations historiques. Les tables de mortalité prospectives de TGF-05 et TGH-05 les plus récentes sont utilisées par analogie avec les règles applicables aux organismes assureurs.

## **2. LA SECTION C AFFICHE DES RESERVES PARTICULIEREMENT ELEVEES POUR UN REGIME GERE SELON LES PRINCIPES DE LA REPARTITION**

### ***2.1. L'évaluation des engagements et des rendements d'équilibre révèlent que l'acquisition de points par un affilié dégage par nature un excédent de ressources pour le régime, et ce quel que soit l'âge de l'affilié***

- [89] Le tableau ci-après compare le taux de rendement du régime avec le taux de rendement actuariel obtenu en 2012 en considérant les tables de mortalité applicables aux engagements de retraite des entreprises d'assurance-vie (TGH-05 / TGF-05), un taux d'actualisation annuel de 2 % pour un âge de départ à la retraite de 65 ans, et un taux de réversion de 60 % (l'âge du conjoint étant de 2 ans inférieur à celui de l'adhérent et le versement est supposé mensuel).

---

<sup>4</sup> Soit 60 % du taux moyen des emprunts d'Etat calculé conformément aux dispositions du code des assurances.

Tableau 13 : Taux de rendement d'équilibre actuariel comparés aux taux de rendement réels

Age à l'acquisition (années)	Taux de rendement d'équilibre actuariel (2012)	Taux de rendement de la section (2011)	Taux de rendement de la section (2012)
30	8,48 %	3,90 %	4,12 %
35	7,81 %	3,90 %	4,12 %
40	7,19 %	3,90 %	4,12 %
45	6,62 %	3,90 %	4,12 %
50	6,10 %	3,90 %	4,12 %
55	5,60 %	3,90 %	4,12 %

Source : WINTER & Associés.

[90] Ce tableau met en évidence un taux de rendement distribué par la section C substantiellement inférieur au taux de rendement théorique d'équilibre actuariel. Par conséquent, l'acquisition de points par un affilié dégage par nature un excédent de ressources pour le régime, et ce quel que soit l'âge de l'affilié.

[91] Compte tenu des hypothèses retenues, et en particulier la croissance régulière des effectifs des notaires (+ 1 % par an sur toute la période de l'étude), le nombre de cotisants rapporté au nombre de bénéficiaires demeure relativement stable au cours des 20 à 25 années à venir. Ces hypothèses sont de nature à conforter le caractère excédentaire du régime de la section C sur le long terme.

## **2.2. Les projections réalisés en groupe fermé évaluent le taux de couverture des engagements par les seuls cotisants actuels à plus de 60 %**

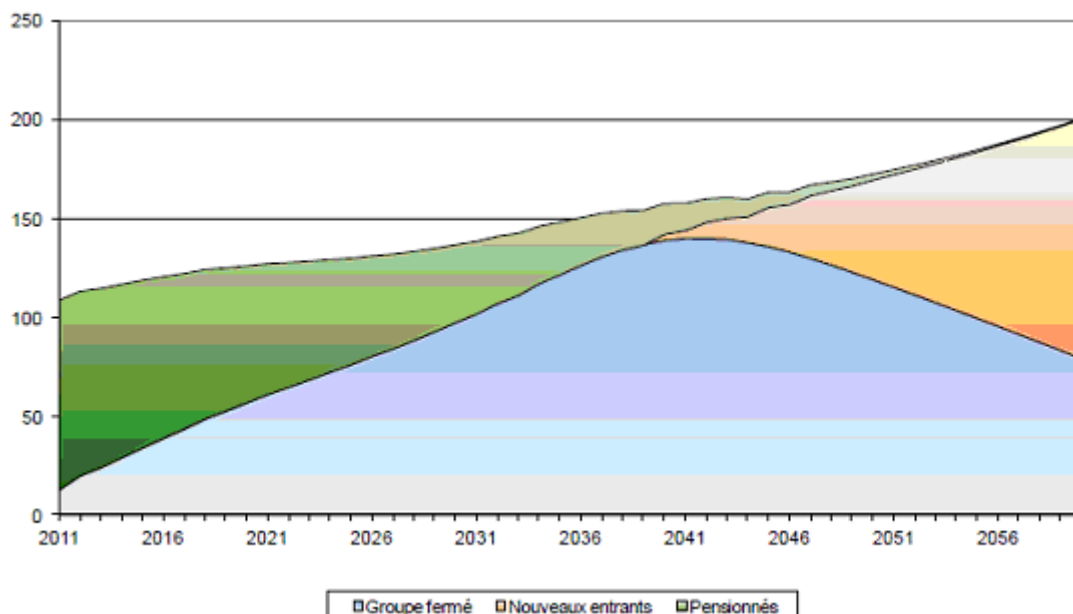
[92] Sur la base des hypothèses retenues, le cabinet WINTER & Associés analyse l'évolution du régime dans l'optique des seuls engagements pris à l'égard des affiliés actuels, c'est-à-dire dans le cadre d'une évaluation de sa solvabilité en groupe fermé. Dans cette optique ont donc été analysés les engagements actualisés globaux pris par le régime au vu des hypothèses qui ont été retenues pour apprécier son évolution.

[93] Le ratio de couverture des engagements par les cotisations et les réserves s'établit, dans le cas d'un taux d'actualisation de 2 %, à environ 63 %, ce qui est élevé s'agissant d'un régime de retraite par répartition. Ce taux est en retrait par rapport à l'exercice 2010 (67 % à fin 2010 et 58 % à fin 2009) compte tenu d'une diminution des réserves. Il est important de noter que ce taux est emprunt d'une forte volatilité et dépend étroitement du niveau des réserves constitués. Ce taux est également particulièrement sensible au choix du taux d'actualisation. En effet, à fin 2011, une augmentation de 0,5 point du taux d'actualisation entraîne une augmentation de 5 points du taux de couverture.

### 2.3. *Les projections en groupe ouvert concluent à une multiplication par trois des réserves à l'horizon 2040*

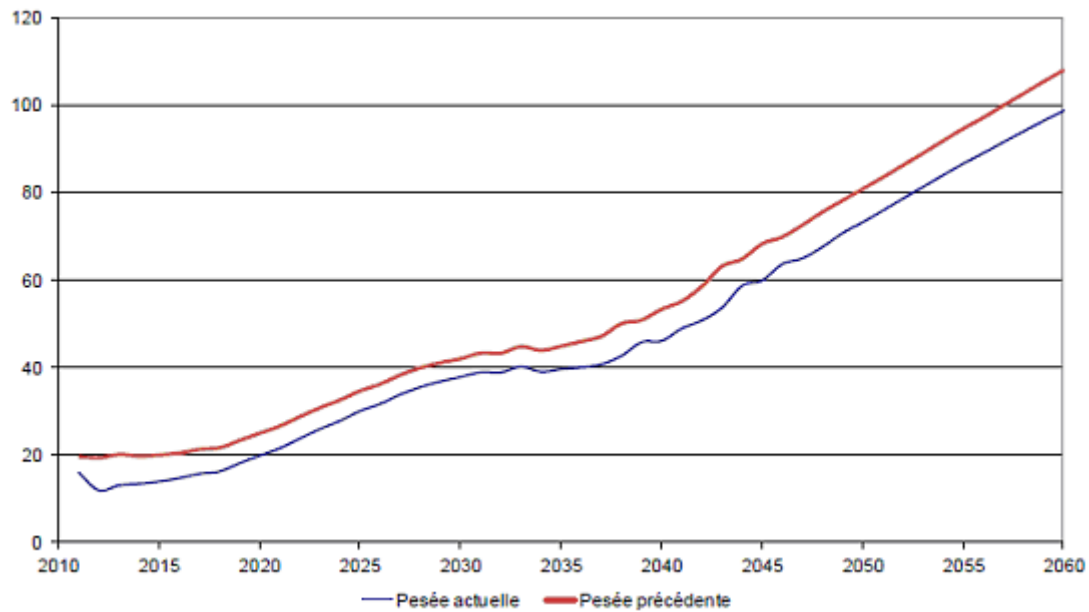
- [94] La gestion de la section C étant assurée selon la technique de la répartition, une étude en groupe fermé ne présente qu'un intérêt théorique en tentant d'apprécier, par référence à la capitalisation, le niveau de couverture des prestations actuelles (ou à naître) relatives à la population considérée par les cotisations et actifs financiers versés (ou à verser) par cette même population. Afin de mesurer l'impact de la gestion par répartition, le cabinet WINTER & Associés a pris en compte, selon le jeu d'hypothèses retenues par les responsables du régime, les évolutions des effectifs mentionnées supra.
- [95] Compte tenu de la hausse régulière de la masse des produits de base en euros constants, les prestations et les ressources croissent de façon régulière sur la durée de l'étude, comme le montrent les graphiques suivants.

Graphique 12 : Evolution des prestations de la section C (M€)



Source : WINTER & Associés.

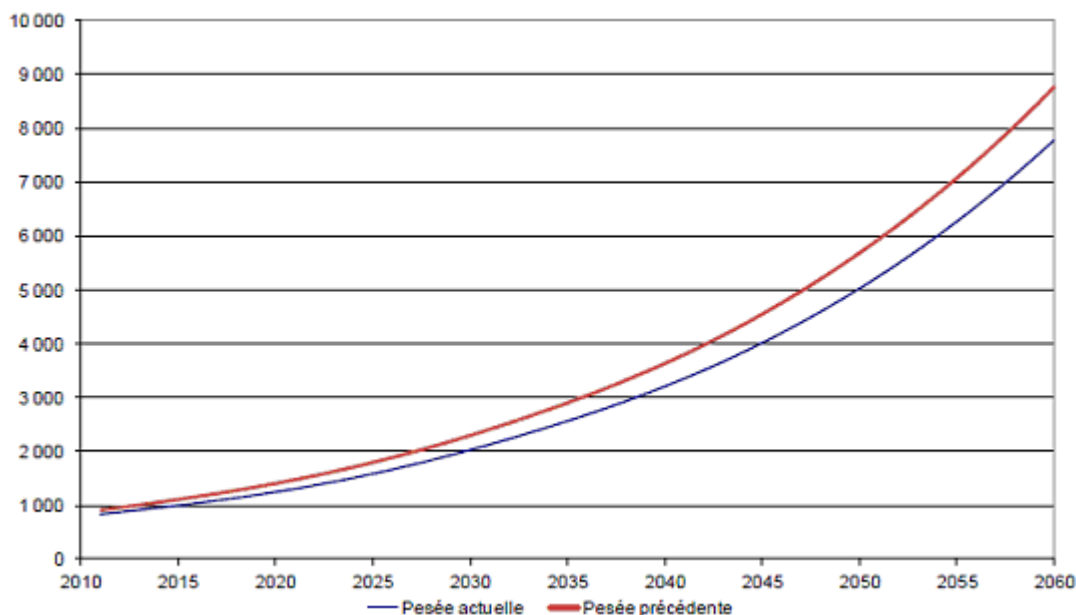
Tableau 14 : Ecart entre les ressources et les prestations en groupe ouvert (M€)



Source : WINTER & Associés.

- [96] La diminution de l'assiette moyenne de cotisation ainsi que l'effet des règles de fonctionnement du régime sur le taux de rendement du régime impliquent une évolution moins favorable des écarts entre les ressources et les prestations au cours des années futures.
- [97] Ainsi l'écart « ressources – prestations » en groupe ouvert apparaît moins favorable qu'à fin 2010. Le différentiel entre 2010 et 2011 demeure globalement croissant, avec cependant une inflexion entre 2030 et 2040. Celui-ci traduit une montée en charge rapide des effectifs bénéficiaires, qui engendre un affaiblissement net de la moyenne de cotisation, les jeunes notaires bénéficiant d'un niveau de revenu moins favorable.
- [98] Dans ce contexte, et dans le cadre des hypothèses tant techniques que financières retenues, il convient de noter le solde positif des fonds du régime sur toute la durée de l'étude, avec toutefois une croissance moins forte comparativement aux résultats de la précédente.

Graphique 13 : Evolution des réserves de la section C en groupe ouvert



Source : WINTER & Associés.

- [99] Cette vision déterministe mérite cependant d'être nuancée, d'une part, du fait du taux d'actualisation de 2 % retenu, et d'autre part, du fait de la sensibilité importante des résultats à la réalité de la gestion et des performances futures des réserves.

#### **2.4. Même en cas de chute de 30 % des revenus de la profession, les réserves de la section resteraient supérieures à plus de 700 M€**

- [100] Au-delà de l'analyse du scénario principal d'évolution de la section C de la CRN, le cabinet de conseil tente d'évaluer l'impact qu'aurait pour celle-ci une évolution défavorable des revenus de la profession, notamment dans le contexte économique actuel. En effet, la mécanique du régime est intimement liée au niveau des cotisations encaissées, celles-ci étant sans incidence sur le processus d'acquisition des droits du fait des règles de calcul des droits acquis (le nombre de parts attribuées ne dépend pas du niveau des cotisations).

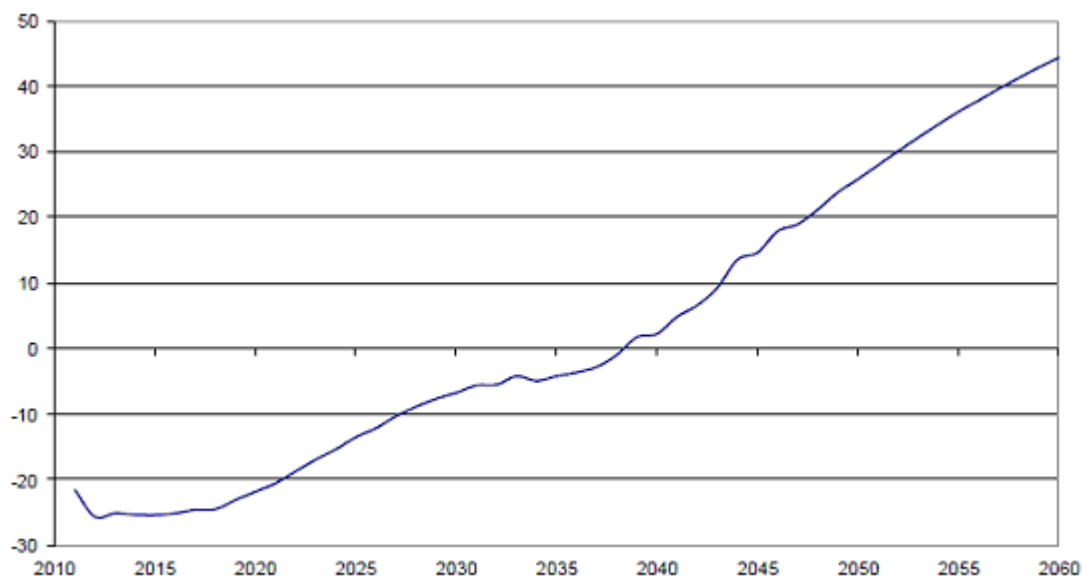
- [101] A cette fin, un test de sensibilité à une évolution brutale des rémunérations dans la profession a été mené. Il est fait l'hypothèse que les revenus de la profession baissent brutalement de 30 % par rapport aux chiffres observés. Les évolutions tendanciennes des effectifs et de rémunération sont par ailleurs cohérentes avec celles observées.

**Réponse de l'organisme :** *Les revenus de la profession sont ici probablement utilisés pour apprécier une situation en termes de produits référence de cotisations de la Caisse.*

**Observation de la mission :** *Les paragraphes ci-dessus n'appellent pas de commentaire puisqu'ils décrivent simplement la méthodologie adoptée par l'actuaire.*

- [102] Dans un tel contexte, il apparaît alors que la situation des cotisations et prestations est logiquement plus défavorable.

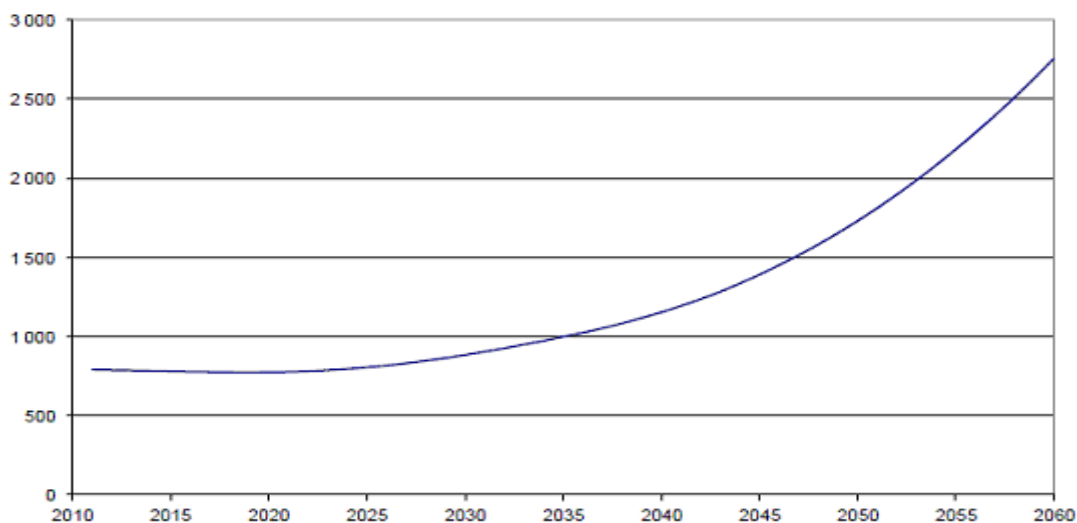
Graphique 14 : Ecart entre les ressources et les prestations en groupe ouvert



Source : WINTER & Associés.

- [103] Dès l'exercice 2011 et jusqu'à l'horizon 2038, le régime présente un manque de ressources pour faire face aux prestations dans cette configuration. Ce déficit, plus marqué qu'en 2010, est imputable à la diminution globale de l'assiette moyenne de cotisation conjuguée à une augmentation du taux de rendement du régime.
- [104] Néanmoins, le graphique suivant met en évidence, dans un cas de figure de chute des revenus de la profession, la robustesse du régime, dont la viabilité, supérieure à 40 ans, soit une génération, permet d'assurer la pérennité à condition que les réserves dégagent le taux technique de 2% escompté.

Graphique 15 : Evolution des réserves en groupe ouvert dans le cas du test de sensibilité (M€)



Source : WINTER & Associés.



[105] L'évolution du fonds se dégrade très légèrement jusqu'en 2023 avant de reprendre une tendance haussière sur la fin de la projection. Le niveau le plus bas du fonds est atteint en 2019 avec un fonds à 777 M€. Ainsi, le régime de la Section C est viable en groupe ouvert sur une durée supérieure à 40 ans.

### **2.5. Le cabinet de conseil s'interroge sur les règles de rendement à respecter si la CRN vise la capitalisation totale du régime**

[106] Au 31 décembre 2011, le régime de la section C dispose de suffisamment de réserves pour garantir le service des pensions durant 8,7 années contre 9,3 à fin 2010 et 8,6 à fin 2007 et affiche une viabilité en groupe ouvert supérieure à 40 années.

[107] Le taux actuariel instantané permet de définir le taux actuariel que permet l'équilibre du régime sur le long terme. Si l'âge moyen des adhérents actifs du régime est proche de 50 ans, ce taux d'équilibre est de 6,0 % à 6,5 %. Or, le taux de rendement du régime étant de 4,12 % en 2012, cela signifie que les cotisations couvrent largement les engagements nés et que la dynamique du régime devrait permettre d'augmenter son taux de couverture.

[108] Pour affiner l'analyse, le cabinet de conseil s'interroge sur les règles de rendement à respecter si la CRN vise la capitalisation totale du régime. A ce titre, la méthode de la pesée actuarielle<sup>5</sup> est utilisée. Cette méthode vise à fournir un outil de pilotage de la valeur de service du point fondé sur l'équilibre actuariel. Cet équilibre se définit de la manière suivante : l'ensemble des cotisations versées nettes de chargement de gestion permet de financer les capitaux constitutifs des rentes viagères différées découlant des droits nouvellement acquis (en fonction de la table de mortalité et du taux d'intérêt adéquat), et de financer les intérêts techniques sur les engagements d'ores et déjà pris par le régime, nets des richesses accumulées. Autrement dit, la cotisation versée doit permettre non seulement de couvrir les droits résultant des points qu'elle permet d'acquérir mais également financer le déficit éventuel du régime né de la part des prestations qui devront être payés au titres de points acquis antérieurement et qui ne sont pas couvertes par des réserves. Lorsque le taux de rendement du régime est égal au taux d'équilibre, le taux de couverture est stabilisé sauf à anticiper des produits financiers supérieurs au taux technique.

[109] Dans le cadre des règles techniques et sur la base des hypothèses actuarielles qui ont été retenues (les tables TGH / TGF et un taux technique de 2 %), le cabinet WINTER & Associés a procédé aux évaluations permettant de comparer les résultats issus de la pesée actuarielle aux rendements effectivement constatés.

[110] Les résultats montrent que le taux de rendement d'équilibre est évalué à 3,97 % en 2011. Le rendement réel du régime est légèrement inférieur à ce taux en 2011, ce qui en théorie aurait dû permettre de couvrir les droits acquis générés par le versement des cotisations, et de financer non seulement les intérêts techniques relatifs aux droits passés non couverts par le régime mais également d'améliorer le taux de couverture. Toutefois, ceci n'est vrai que si les réserves croissent avec un taux de rendement au moins égal au taux technique ce qui n'a pas été le cas.

[111] En outre, compte tenu de l'évolution du rendement du régime pour l'exercice 2012 (4,12 %), donc supérieur au taux cible supra, une dégradation des taux de couverture du régime est anticipée par le cabinet de conseil. Ceci amène le cabinet à préconiser le maintien de manière durable du taux de rendement réel de la section C en dessous du taux de rendement d'équilibre afin d'améliorer le ratio de couverture sur le long terme.

---

<sup>5</sup> L'équation de la pesée actuarielle a été élaborée en 1963 par Jacques WETZEL, membre agrégé de l'institut des actuaires, en s'appuyant sur des études antérieures publiée dans les Bulletins Français de l'Actuariat par M. Fraise, membre agrégé de l'institut des actuaires.

### 3. LA SECTION B, EN PARTIE FACULTATIVE, QUI PERMET L'ACQUISITION DE DROITS INDIVIDUELS GERES EN CAPITALISATION N'EST COUVERTE QU'A 50 % PAR SES RESERVES

#### 3.1. *En dépit d'un déficit chronique de couverture, le rendement réel offert par le régime reste supérieur au rendement d'équilibre actuariel*

[112] La modélisation se fonde sur des hypothèses identiques à celles de la section C et sur une méthodologie similaire.

[113] Sur la base d'une évaluation des actifs financiers intégrant les plus values-latentes non obligataires et sur la base d'un calcul des engagements individuels en fonction des paramètres évoqués supra, il apparaît que les réserves actuelles couvrent environ 50,4 % des engagements du régime. Cela signifie qu'en cas de fermeture du régime, c'est-à-dire sans l'apport de cotisations supplémentaires, le régime ne saurait financer 49,6 % de l'ensemble de ses engagements sur la base des hypothèses actuarielles retenues. Les différents taux de couverture en fonction des taux d'actualisation sont présentés ci-après.

Tableau 15 : Evolution du taux de couverture en incluant les plus values latentes

Taux d'actualisation	Valorisation des actifs (M€)	Engagements (M€)	Taux de couverture 2011	Taux de couverture 2010
2 %	906	1 797	50,4 %	55,7 %
2,5 %	906	1 669	54,3 %	60 %
3 %	906	1 556	58,2 %	64,3 %

Source : WINTER & Associés.

[114] Ce taux est en diminution par rapport au taux de couverture mesuré à fin 2010 dans des conditions d'hypothèses identiques.

[115] En fonction des hypothèses retenues et du taux d'actualisation de 2 %, le taux de rendement d'équilibre, au sens de WETZEL, peut être estimé à environ 5,44 % avec un taux de chargement de gestion de 2 %.

[116] Le taux de rendement actuel est égal à 8,05 % en 2011 sans prise en compte des coefficients de surclassement. Ces coefficients ont tendance à majorer les cotisations versées. La prise en compte des taux de surclassement conduit à un taux de rendement réel du régime de 6,99 % (contre 7,15 % fin 2010). L'évolution du taux de rendement découlant des décisions du conseil d'administration de la caisse depuis 2005 s'inscrit ainsi dans la ligne des recommandations du cabinet de conseil. Le taux 2011 reste toutefois au-dessus du taux qui permettrait d'assurer l'équilibre du régime sur le long terme. Celui-ci ne devrait pas théoriquement excéder à terme 5,44 %. A ce titre, les évolutions des valeurs de points pour 2012 conduisent à un taux de rendement du régime de 7,79 %, avant coefficients de surclassement dont l'impact pourra être évalué en fin d'exercice en fonction du niveau réel de points rachetés. Cette évolution 2012 se traduit par évolution de la valeur d'acquisition du point de 4,88 % pour une évolution de la valeur de service de 1,47 %.

**Réponse de l'organisme :** *On note que les coefficients majorent mécaniquement et systématiquement les cotisations versées puisqu'ils s'appliquent de manière systématique dans le respect des statuts. En 2013, l'effet de ces coefficients est d'environ 15 %.*

**Observation de la mission :** *La mission n'avait pas pour objet d'auditer la pertinence des coefficients de majoration et se contente simplement d'expliquer le mécanisme.*

**3.2. *Le conseil d'administration a initié il y a plusieurs années la décroissance du rendement réel, décroissance que le cabinet de conseil préconise de maintenir pendant les dix prochaines années à un rythme soutenu***

[117] Compte tenu de la différence positive entre le taux de rendement réel de la section B et le taux d'équilibre actuariel, le cabinet de conseil préconise à la CRN de poursuivre ses efforts afin d'ajuster le taux de rendement du régime et de le réduire rapidement, compte tenu d'un contexte économique moins favorable d'une part, et d'un niveau de rachats aléatoire d'autre part.

[118] A cet effet, selon l'étude conduite par le cabinet de conseil, le maintien de l'écart (2,5 %) entre les taux de dérive de la valeur d'acquisition du point et de sa valeur de service pendant au moins 10 ans (ou 8 ans si l'écart des taux de dérive était maintenu à 3,5 %) devrait permettre d'atteindre le taux de rendement actuariel d'équilibre instantané du régime à conditions démographiques comportementales et financières inchangées. En 2012, cet écart, découlant des choix simultanés des valeurs de service et d'acquisition des droits, s'est élevé à environ 3,4 %.

## **Annexe 6 : Revue analytique des comptes rendu des conseils d'administration**

### **1. LE ROLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN MATIERE DE PLACEMENT EST REDUIT DU FAIT DE L'ORGANISATION MEME DE SON FONCTIONNEMENT**

[119] Le conseil d'administration (CA) de la caisse comprend en début de période sept commissions :

- Placements ;
- Recours amiables ;
- Contrôle de la comptabilité ;
- Marchés ;
- Gestion des immeubles ;
- Gestion du fonds d'action sociale ;
- Réflexion et communication.

[120] La commission de contrôle de la comptabilité a été supprimée suite à la circulaire relative à la gouvernance comptable du 10 juin 2009 et ses attributions en matière de déontologie transférées à la commission des marchés (CA du 2/10/2011). Le compte rendu du CA du 8/4/2010 fait état de la création d'une cellule études et observations dont l'objectif sera « *d'apporter des bases de réflexion à l'éventuelle diversification des actifs immobiliers* ».

[121] La présidence du conseil a été assurée, pendant la période sous contrôle, par Maître BELLARGENT jusqu'au 6/10/2007 et depuis lors par Maître JAQUET.

[122] L'organisation même des travaux du conseil en limite le rôle en matière de placement. En effet, le sujet est, le plus souvent, inscrit à l'ordre du jour sous la forme, non d'un compte rendu des travaux de la commission des placements présentés en séance, comme cela est le cas d'autres commissions, mais dans la rubrique approbation du compte-rendu du conseil d'administration précédent et des comptes rendus de la commission des placements. Dans la quasi totalité des cas, ces comptes rendus sont approuvés sans modifications autres que de forme ou de rectification d'inexactitudes mineures.

### **2. LE CONSEIL, PEU CONDUIT A TRAITER CES QUESTIONS, NE SE PRONONCE PAS SUR LES PRINCIPAUX PARAMETRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT QUE SONT LE RISQUE ET LE RENDEMENT**

[123] Le tableau ci-dessous retrace les points de l'ordre du jour relatifs aux placements figurant au procès verbal pendant la période 2006-2011.

Tableau 16 : Points relatifs aux placements dans les comptes rendus des conseils d'administration

Date	Examen comptes	Point sur placements	Notions risque	Allocation stratégique
20-avr-06	■	■		
12-juil-06		■		■
23-sept-06				
30-nov-06				■
19-avr-07	■	■		■
04-juil-07				
06-oct-07				
17-avr-08	■	■		
03-juil-08				
20-sept-08				
04-déc-08				■
12-févr-09	réunion exceptionnelle acquisition un immeuble			
08-avr-09				
02-juil-09				
18-sept-09				
22-déc-09				
08-avr-10	■	■		
07-juil-10				
19-sept-10				
02-déc-10				
06-avr-11	■	■	■	
06-juil-11				
24-sept-11				
01-déc-11			■	■

Source : Exploitation IGAS des comptes rendus des conseils.

- [124] Dans les comptes rendus portant sur les placements et leur évolution, la valeur et le rendement du portefeuille sont abordés mais **les notions de risque, de volatilité ne le sont qu'une fois en dehors de la présentation des allocations stratégiques analysées *infra*.**
- [125] Lors de la réunion du 6/4/2011, le compte-rendu indique dans la partie consacrée au rapport du directeur « *la performance des placements financiers de la CRN, grâce à des arbitrages judicieux de la commission des placements, ressort à 5,19 % sur l'exercice 2010 et ce dans une enveloppe de risque raisonnable de l'ordre de 6 %* ». **La définition de cette enveloppe de risque ne figure dans aucun des comptes rendus de conseil.**
- [126] Lors de la réunion du 12 juillet 2006, l'allocation stratégique proposée « *présente l'un des meilleurs rapports risques/rendements* », sans que ni les valeurs de risque ou de rendement ou le rapport lui-même soient plus précisés. La démarche qui conduit au choix de cette allocation particulière n'est pas précisée.
- [127] Lors de la réunion du 1/12/2011, rendant compte de la présentation des « *orientations stratégiques* » de l'allocation d'actifs, il est indiqué que « *la commission financière ne recommande pas de prise de risque plus important mais une recherche d'amélioration du rendement à un niveau de risque équivalent<sup>6</sup>.* ».

<sup>6</sup> Dans ce cas particulier le compte rendu est en caractère gras

[128] Cette affirmation aurait mérité plus de commentaires et sans doute des questions. D'une part, d'un point de vue théorique, le rendement étant corrélé au risque il est problématique de rechercher un meilleur rendement à risque identique. D'autre part, d'un point de vue pratique, le niveau de risque en question n'est ni défini ni chiffré, en particulier pas par classe d'actif ce qui permettrait de savoir quels objectifs de rendement et de risque pour chaque classe d'actif permettent d'atteindre l'objectif général ainsi définis.

[129] **Au total la mission estime que le conseil ne débat pas suffisamment de la politique de placement et qu'il devrait, à la suite d'un débat se prononcer explicitement sur ses principaux paramètres que sont le rendement espéré et le risque accepté.**

[130] Cette faible implication du conseil contraste avec le temps consacré (à juste titre) à la fixation des coûts d'acquisition et de valeur du point de retraite, à celle de l'immobilier où la situation d'immeubles particuliers est évoquée ou de situations individuelles en matière d'action sociale.

### **3. LES COMPTES RENDUS FONT ETAT D'UNE INFORMATION TRES GENERALE DU CONSEIL ET DE L'ABSENCE DE DEBATS SUR CE SUJET Y COMPRIS A LA SUITE DES CRISES FINANCIERES RECENTES**

[131] Par ailleurs l'information qui lui est donnée, en dehors de celle figurant dans les comptes rendus de la commission des placements qu'il valide, sont limitées.

#### **3.1. Une présentation sommaire de l'allocation stratégique**

[132] Lorsque le conseil d'administration est saisi des allocations d'actif celles-ci lui sont présentées en termes très généraux et sans que les risques associés à chaque classe d'actifs soient jamais évoqués.

[133] En cinq ans le sujet est abordé cinq fois et les développements sont suffisamment restreints pour qu'ils puissent être reproduits ci-dessous.

CA du 12/07/2006 : *« Le président précise que l'essentiel c'est la détermination du passif. Ce sont les retraites qui devront être versées aux retraités actuels et futurs qui constituent le passif. Il faut tenir compte du fait que les personnes vivent de plus en plus longtemps, ce qui est heureux. Ce passif est évalué chaque année dans le cadre de la pesée réalisée par le cabinet d'actuaire JWA.*

*Dans les deux sections B et C , il faut donc s'assurer du bon rendement des placements pour permettre d'assurer à court, moyen et long termes un revalorisation des retraites services autour du niveau de l'indice des prix. Il s'agit également, par une bonne répartition des actifs de la CRN, de minimiser le risque des moins values.*

*Lors de la réunion de la commission des placements du 6 avril dernier, Monsieur PUCHE a fait une analyse détaillée sur l'allocation stratégique d'actifs vers laquelle la CRN devrait tendre compte tenu de l'horizon de placement. Pour les deux sections, il ne devrait pas être nécessaire de « tirer » sur les réserves de la CRN dans les dix prochaines années. En effet le résultat technique devrait rester positif sur cette période.*

*En première conclusion, toute chose étant égale par ailleurs, l'allocation actuelle augmentera la durée de couverture de près de trois ans dans 95 % des cas d'ici 2015. En revanche dans 5 % des cas elle diminuera de près d'un an.*

*Le directeur signale que différents scénarios d'allocation stratégique ont été examinés. Il ressort que l'allocation actuelle pourrait être un peu plus dynamique, ce qui permettrait de mieux optimiser le taux de couverture des engagements.*

*Dans les deux sections, l'allocation d'actif qui présente l'un des meilleurs rapports risque/rendements est théoriquement de 20 % pour l'immobilier, 41 % pour les produits de taux, 29 % pour les actions euros et 10 % pour les actions Japon. Pour la section C elle est, aujourd'hui*

*de 2 % immobilier, 50 % produits de taux., 45 % actions euros, 2 % actions US et 1 % actions Japon ».*

- [134] La présentation est très générale mais elle aboutit à une allocation globale selon les principales poches, sans toutefois présenter l'évolution par rapport à l'allocation antérieure.
- [135] Il n'est fait aucune référence à des produits structurés, à de la gestion alternative. La proposition d'une allocation plus « dynamique » dont on sait que cela recouvre en réalité un rendement attendu et un risque supérieurs n'est pas explicitée.
- [136] Il n'est pas fait état d'un vote explicite du conseil.

*CA du 30/11/2006 : « En ce qui concerne l'allocation d'actifs M. PEPPONNET précise qu'il existe une grande diversité de répartition des actifs (immobilier, actions, obligations) en fonction des sections ».*

*CA du 19/4/2007 : « Le président indique que des graphiques montrant la répartition des actifs entre les grandes classes de support, et entre les différentes sections de la CRN au 31 décembre 2006, ont été communiqués aux administrateurs. Il indique que les obligations ont procuré en 2006 un rendement légèrement négatif. Les actions génèrent encore un bon rendement, de même que l'immobilier, mais cela devrait s'infléchir. En conséquence il conviendra en 2007 de redéfinir l'allocation d'actifs de la CRN.*

*Le président propose aux administrateurs, afin d'optimiser cette allocation de donner à la commission des placements une certaine latitude pour faire évoluer la répartition entre les différents types de supports financiers.*

*Compte tenu de l'importance de l'immobilier dans la section B, le directeur indique que celle-ci risque d'être pénalisée si le marché se retourne. Le président propose que l'immobilier soit mieux réparti entre les sections et indique que cette opération devra se faire au prix du marché.*

*Les réserves de la section C quant à elles vont permettre d'absorber la bosse démographique sans difficultés même dans des scénarios économiques défavorables.*

*La poche obligation est de l'ordre de 44 % de l'ensemble des actifs financiers de la CRN. Le président précise qu'il conviendrait de réduire l'exposition obligations compte tenu des faibles rendements attendus dans les prochaines années. Le minimum autorisé est de 34 % y compris les obligations convertibles ».*

*Les administrateurs émettent un avis favorable à toutes ces propositions*

- [137] On note que le seul motif de redéfinir l'allocation stratégique proposé est celui de l'évolution des rendements, notamment lorsqu'il est proposé de réduire la poche obligataire.
- [138] Le conseil donne en réalité carte blanche à la commission des placements pour modifier l'allocation stratégique dès lors que la « certaine latitude » qu'il accepte n'est en rien définie.

CA du 4/12/2008 : « *Le président informe les administrateurs qu'une démarche a été faite pour définir l'allocation d'actifs stratégiques pour le moyen et le long terme. Cet exercice est à effectuer au minimum tous les trois ans conformément au règlement financier. A la demande du président le directeur en rappelle les principales évolutions examinées lors des deux réunions organisées à l'issue des deux dernières commissions des placements*

- *Créer une gestion de cœur de portefeuille plus indicielle taux et actions ;*
- *Créer une gestion satellite à forte valeur ajoutée, plus active et plus spécialisée (réduction du nombre de fonds)*
- *Créer deux leviers de pilotage de l'allocation tactique : un rebalancement systématique et un pilotage tactique par la commission des placements ;*
- *Créer un fonds de fonds pour piloter cette gestion tactique, récupérer les rétrocessions et simplifier la comptabilité »*

Il est également précisé que la commission des placements assurera un suivi tactique de l'allocation sur la base de nouveaux états de *reporting*. Cette meilleure visibilité des actifs de la CRN devrait permettre de mieux piloter la gestion des actifs CRN.

[139] Il n'est pas indiqué de répartition précise de l'allocation stratégique par poche d'actifs, qui donnerait une réelle information ce que ne fait pas le jargon utilisé : la distinction gestion « *cœur de portefeuille* » et « *satellite* » n'a aucun contenu précis, même si on comprend que le satellite comprendra des actifs plus risqués dont on espère un plus fort rendement. La proportion entre ces deux « gestions » n'est même pas indiquée.

[140] Le conseil d'administration est informé mais il ne se prononce pas explicitement. Il est vrai qu'on ne voit pas exactement sur quoi il pourrait se prononcer au vu du compte rendu.

CA du 1/12/2011 : « *Le président indique que se sont tenues à l'issue des réunions des commissions des placements des 13 octobre et 15 novembre derniers, deux séances pour définir l'allocation stratégique d'actifs des 3 à 5 prochaines années. En effet, comme le prévoit le règlement financier de la CRN, le conseil d'administration fixe sur proposition de la commission des placements, l'allocation stratégique d'actifs dans le cadre du rapport annuel. Il redéfinit cette allocation stratégique au minimum une fois tous les 5 ans, sur la base d'une étude d'un organisme extérieur spécialiste en la matière. Cette étude a été réalisée avec les conseils du cabinet INSTIT7. Les orientations proposées sont les suivantes :*

*Dans l'attente d'une réforme de la section B, la commission financière ne recommande pas de prise de risque plus importante mais une recherche d'amélioration du rendement à **niveau de risque équivalent** :*

- *Réduire au cours des prochaines années, la part des actifs immobiliers détenue par la section B afin de ramener progressivement le poids de l'immobilier à un niveau inférieur à la limite réglementaire de 20 %, tout en renforçant corrélativement la part des actifs immobiliers détenus par la section C*
- *Infléchir la gestion de la poche actions, qui pourra être portées de 28,5 % à 35 %n vers une poche plus défensive en privilégiant la notion de rendement, tout en limitant la volatilité des portefeuilles*
- *Porter la poche obligataire de 34 à 41 % en favorisant la recherche de rendement, par la mise en place de stratégies de portage d'obligations à échéance*
- *Geler, voire réduire les investissements en produits structurés en raison notamment de leur manque de liquidité*
- *Garder une poche d'actifs monétaires court terme autour de 5 % ».*

[141] Cette présentation suscite plusieurs observations :

- il est proposé de maintenir un niveau de risque qui n'est en rien défini ;
- privilégier le rendement en limitant la volatilité (qui est un indicateur du risque) est une tâche délicate eu égard aux principes de la théorie financière qui estime que le rendement est positivement corrélé au risque et donc à la volatilité ;



- on peut, au regard des performances des produits détenus par la caisse, comprendre pourquoi elle veut réduire les investissements en produits structurés mais l'argument de la liquidité paraît curieux pour des placements destinés à représenter des réserves de long terme ;
- La caisse ne constitue pas une allocation stratégique d'actifs : en particulier n'est déterminée qu'au maximum 81 % du portefeuille (35 % + 41 % + 5 %).

CA du 05/04/2012 : le directeur « rappelle aux administrateurs qu'un travail a été mené dans le cadre de la commission des placements fin 2011 sur l'allocation stratégique avec les conseils d'un cabinet extérieur. Cette démarche avait conclu qu'il convenait de renforcer la gestion directe sur les classes d'actifs pures telles que les actions et les obligations ».

[142] Certes, il s'agit d'un sujet technique et sans doute difficile pour des administrateurs qui ne sont pas tous par ailleurs formés par la caisse. L'exemple d'autres caisses contrôlées par l'IGAS montre qu'il est toutefois possible d'avoir des présentations et des débats bien plus nourris sur ce sujet.

### **3.2. Le conseil n'est pratiquement pas informé sur les facteurs explicatifs des résultats financiers et n'est pas actif sur ce sujet avant avril 2012**

[143] Au-delà des documents fournis, dont la validation systématique sans observation n'est pas l'indice d'une forte appropriation, les comptes rendus de CA exploités montrent une faible information du conseil et l'absence d'un contrôle par celui-ci de la gestion.

[144] L'information est principalement donnée lors de la présentation des comptes de l'année et elle est très générale. Il est dit globalement aux administrateurs comment a évolué le portefeuille mais le rapport ne s'étend pas sur les composantes de cette variation globale ou sur l'existence de pertes sur certains actifs.

[145] Ainsi, lors du conseil du 20/04/2006, « les rendements obtenus par la gestion des actifs sont en progression sensible. Si on fait le bilan sur les 5 dernières années, on constate que la forte baisse de 2001/2002 est maintenant effacée. En témoignent les fonds diversifiés créés en juin 2001, juste avant la crise qui ont réalisé à fin 2005 une plus value moyenne de 7 % des capitaux investis ».

[146] Lors du conseil du 19/04/2007, la baisse de 18 % du résultat en 2006 est présentée au conseil comme « relative » car « elle concerne essentiellement la gestion financière alors que la gestion technique continue sa bonne évolution ». Le compte-rendu de ce conseil rend compte d'un « large débat » qui porte sur la comparaison de la performance entre la gestion directe et la gestion déléguée, la seconde ayant un rendement moindre ; il est noté la « performance légèrement négative des 4 fonds dédiés « obligations » mais en ligne avec les indices de référence ». Le président indique que « des mesures ont été prises vis-à-vis de certains gérants ». Son appréciation sur la perspective d'une diminution des performances globales le conduit à estimer que « les fonds diversifiés ne sont peut être plus adaptés dans le contexte actuel des marchés » et qu'« il conviendrait certainement de renforcer la part de la gestion alternative ». Il est difficile de mesurer le sens précis de ces éléments pour les administrateurs présents.

[147] Lors du conseil du 17/04/2008, l'information sur les placements est globale et sur les effets de la crise des subprimes est très limitée : « le directeur indique que l'année 2007 aura été marquée par la crise des subprimes en août 2007. Après un premier trimestre satisfaisant [...] le second semestre a vu les marchés complètement désorientés par la difficulté à mesurer l'étendue des pertes liées à la titrisation de la dette immobilière aux Etats-Unis. Il en est résulté une perte de confiance avec de fortes conséquences sur tous les secteurs de l'économie ». On peut être étonné qu'à la suite d'une telle crise la présentation orale faite au conseil ne soit pas plus détaillée et n'indique pas des résultats plus précis par classe de produits voir des données par fonds, à la mesure du degré de détail dans lequel le conseil sait rentrer quand il s'agit d'immobilier ou d'action sociale.

- [148] Lors du conseil du 8/4/2009 sont présentés par la commission de contrôle les comptes 2008 où sont enregistrés une perte de plus de 250 M€ sur la gestion financière. La présentation se borne à constater que la baisse est inférieure à celle du CAC 40, ce qui n'a pas grand sens comme comparaison au regard de la composition du portefeuille de la caisse qui n'est pas uniquement composé d'actions et sur le fait que « *nous sommes fondés à espérer un retour des plus hauts* » en prenant comme référence l'évolution du marché entre 2000 et 2007. Le président indique toutefois « *que la remontée des marchés se fera probablement lentement et ajoute que la caisse est déçue par les résultats de certains gestionnaires et qu'il est envisagé de reprendre en gestion directe une part des fonds dédiés, notamment en ce qui concerne les obligations* ». Sur ce sujet le rapport du directeur se limite à une présentation globale de la crise et de l'évolution des réserves de la caisse.
- [149] Il est étonnant que le passage d'une crise financière majeure n'émeuve pas plus le conseil et que son information sur le contenu effectif des actifs détenus ne soit pas accrue à cette occasion.
- [150] Lors du conseil du 8 avril 2010 la présentation du résultat financier 2009 se limite à constater que « *la gestion financière se redresse très nettement en 2009* ». Le directeur précise lui que le résultat représente 90 % de la perte de l'année antérieure et donne des éléments généraux sur la situation des marchés.
- [151] Lors du conseil du 6 avril 2011 présentant les comptes 2010 il est simplement noté que la gestion financière est positive à hauteur de 67 M€; le fait que ce chiffre représente 37 % des 181 M€ constatés l'année antérieure ne fait l'objet d'aucun commentaire et il n'est donné aucun éléments sur la répartition par type d'actif. Le rapport du directeur précité n'apporte rien de plus que le chiffre du rendement et l'appréciation du caractère « *judicieux* » des arbitrages de la commission des placements.
- [152] Lors du conseil du 5 avril 2012 où sont présentés les comptes 2011, l'agent comptable « *présente quelques tableaux sur les comptes 2011 et rappelle les faits marquants de l'exercice. La dépréciation de toutes les classes d'actifs, du fait de la crise, résulte d'une baisse importante des marchés. Cependant la situation s'est inversée, début 2012, et sur le seul premier trimestre 2012 60 % du recul 2011 a été récupéré* ». Le résultat de l'exercice est de -86 M€ et le résultat financier de -128 M€.
- [153] L'agent comptable fait état de l'acquisition de 200 M€ d'obligations à échéance d'une durée de 3 à 5 ans qui seront conservées jusqu'à leur terme et « *devraient apporter un rendement annuel de 4 à 8 %* ».
- [154] Le débat porte sur la communication vis-à-vis des affiliés ce qui conduit à remarquer que les notaires ont une bonne connaissance de la gravité de la situation des marchés mais aussi à recommander de communiquer sur les bonnes performances de début 2012, sur le montant des plus values immobilières latentes et sur le nombre d'années de prestations couvertes par les réserves.
- [155] Une question est posée sur la diversification du portefeuille obligataire par pays auquel il est répondu que la CRN a acquis des obligations de société du CAC 40 et que « *la CRN est majoritairement exposée sur du crédit en direct et en dédié* ».
- [156] Une autre porte sur le recours à la gestion déléguée à laquelle il est répondu que la caisse investit de plus en plus en direct mais que « *n'ayant ni la vocation ni la réactivité des maisons de gestion [elle] ne peut étendre la gestion directe à la totalité des actifs* ».
- [157] **Dans les autres cas dans lesquels le compte-rendu fait état des aspects financiers, les informations sont là aussi très limitées.**
- [158] Lors du conseil 12/7/2006, le point sur les placements est fait dans les questions diverses et il est formulé comme suit « *Le directeur présente ensuite les résultats techniques et financiers 2005 ainsi que l'allocation des actifs de la CRN et l'évolution de leur rendement. En ce qui concerne la section B, il signale que le taux de couverture des engagements s'améliore depuis 3 ans [...] le directeur fait par des perspectives à 10 ans et plus pour les régimes de la CRN.* »

[159] Le 30/11/2006, dans le cadre fixation de la valeur du point, un administrateur « *pense que l'on donne trop d'importance à la démographie sur la qualité du régime. Il serait normal que des notaires qui ont réglé des cotisations importantes pendant 35 ans, voire plus, se voient distribué (sic) une partie des revenus financiers des réserves* ». Le président « *fait observer que les produits financiers sont susceptibles de baisser dans les années à venir et qu'il ne faut pas anticiper sur ces produits financiers* »

[160] Le 18/09/2009, il est exceptionnellement posé une question relative à la politique des placements. Elle porte sur le rôle de M. DU PENHOAT au sein de la commission des placements conduit à indiquer son rôle comme conseil indépendant de la société AON HEWITT et le coût de la prestation d'environ 100 K€ par an.

#### **4. LE CARACTERE FACULTATIF DES CLASSES DU REGIME MODIFIE LE CADRE INTELLECTUEL DANS LEQUEL IL EST GERE**

[161] Sans qu'il soit besoin ici de documenter de manière particulière ce constat, il apparaît à la lecture des comptes rendus que dans les décisions portant sur la valeur du point le fait que les notaires puissent voir le régime complémentaire comme un produit d'épargne en concurrence avec d'autres conduit à porter une attention particulière au rendement du régime et donc, implicitement, pour ce qui nous intéresse, aux objectifs de rendement attendus du patrimoine.

[162] Ainsi, lors de la réunion du 02/12/2009, s'agissant de la section B, une intéressante discussion sur la comparaison avec un contrat de type « Madelin » conduit à poser la question du niveau des réserves : « *la CRN a-t-elle besoin de ce niveau de réserves ?* » et donc implicitement de l'utilisation des produits financiers.

[163] On notera enfin qu'il est systématiquement rappelé aux administrateurs lors du dernier CA de l'année l'obligation de répondre au questionnaire déontologique qui leur été transmis. Par ailleurs il a été décidé en 2011 de créer un comité des rémunérations qui aura dans son champ l'examen des cinq rémunérations les plus importantes de la caisse.

#### **5. LE BUREAU DU CONSEIL D'ADMINISTRATION NE TRAITE PAS DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT ET DE SA MISE EN ŒUVRE**

[164] L'examen des comptes rendus du bureau du conseil d'administration montre que celui-ci ne traite de la politique de placement que de manière incidente, dans le cadre du traitement d'autres sujets comme l'équilibre des régimes, ou de manière très exceptionnelle sur des points de détail.

Tableau 17 : Points relatifs aux placements dans les comptes rendus du bureau du conseil d'administration

Date		Objet
19/04/2006		
01/07/2006		
23/09/2006		
29/11/2006		
18/04/2007	■	Performance de la trésorerie 2006 inférieure à EONIA
03/07/2007	■	Commentaire sur les performances 2005 et 2006
06/10/2007		
04/12/2007		
16/04/2008		
02/07/2008		
20/09/2008		
03/12/2008		
07/04/2009		
01/07/2009		
18/09/2009		
01/12/2009	■	Taux de couverture engagements : reprise en 2009 d'une grande part du recul en 2008
07/04/2010	■	Commissaire aux comptes : 70 % des reculs des placements financiers 2008 ont été repris en 2009
06/07/2010		
19/09/2010		
01/12/2010	■	
05/04/2011	■	Commissaire aux comptes : intervention le contrôle du cycle gestion des placements financier
05/07/2011		
24/09/2011	■	Evolution du rendement régime

Source : Exploitation IGAS des comptes rendus.

- [165] Enr 23 réunions, le sujet des placements est mentionné sept fois. Toutefois, la reprise des sujets traités dans le tableau et dans les extraits repris ci-dessous montrent qu'à l'exception d'une remarque sur la gestion de la trésorerie en 2010, ces mentions sont incidentes dans le cadre d'autres sujets et ne constituent pas une action du bureau sur le sujet précis de la politique de placement et de sa mise en œuvre. **On remarquera que le sujet de l'allocation stratégique d'actifs n'a jamais été évoqué en bureau.**
- [166] Le 18/04/2007, le président constate que le résultat du placement de la trésorerie en 2006 dans des produits monétaires ont donné une performance légèrement inférieure à l'EONIA. Le directeur précise que le gérant du fonds monétaire GO FX<sup>2</sup> a effectué en début d'année 2006 quelques mouvements allers-retours « *dans un mauvais timing* ». La contreperformance n'a pas pu être corrigée en fin d'année. Ces opérations se sont faites cependant « *sans risque pour le capital* » et ce fonds a en février 2007 été basculé vers un fonds obligations.
- [167] Le 03/07/2007, le directeur indique que « *la CRN se positionnent parmi celles [les caisses de retraite] qui dégagent les meilleures performances* ».
- [168] Le 01/12/2010, le représentant du cabinet WINTER indique que « *dans le contexte de la situation financière des marchés et du caractère facultatif du régime une baisse du rendement de celui-ci est indispensable* ».

- [169] Le 05/04/2011, le commissaire au comptes intervient : *« l'examen des procédures du cycle gestion des placements financiers met en évidence un suivi satisfaisant des opérations sur les placements financiers et leur correcte traduction comptable. Le circuit d'investissement et de rachat des tires entre les différents acteurs du processus est correctement appréhendé et sécurisé. Le nouveau logiciel de gestion financière WINTIT mis en place fin 2010 devrait permettre de limiter l'intervention humaine grâce à une gestion plus automatisée des placements ».*
- [170] Le 24/09/2011, le représentant du cabinet WINTER indique que *« dans le contexte de la situation financière des marchés et du caractère facultatif du régime une baisse du rendement de celui-ci est indispensable.*

## Annexe 7 : Revue analytique des comptes rendus des commissions des placements

- [171] La commission des placements est le nom donné par la CRN à la commission financière visée par le décret n°2002-1314 modifié. Elle est composée des membres du bureau (président, vice-président, secrétaire, trésorier et conseiller du président) et de membres du conseil d'administration. Participent également aux réunions de la commission, le directeur et l'agent comptable.
- [172] La commission se réunit une fois par mois et a pour objectif<sup>7</sup> « *d'optimiser le rendement financier des réserves dans une enveloppe de risques raisonnables et a pour missions principales :*
- *la gestion stratégique des actifs financiers pour faire face au passif (présent et futur),*
  - *la gestion tactique des orientations et des décisions de placements conformément aux engagements de la CRN vis-à-vis de ses affiliés ».*
- [173] La mission a procédé à la revue de l'ensemble des comptes-rendus des commissions de placements tenues entre janvier 2006 et décembre 2011 (soit six ans). Ces comptes-rendus, relativement fournis, s'accompagnent de relevés de décisions qui ont vocation, d'une part, à prendre rapidement connaissance des décisions délibérées au cours d'une séance et, d'autre part, à assurer la traçabilité de ces dernières. Les relevés de décisions sont signés par le directeur et par l'agent comptable.
- [174] Chaque séance de la commission peut être décomposée en trois phases :
- une présentation de l'environnement économique par le conseiller issu de la société AON HEWITT ;
  - une revue de la performance des fonds par ce même conseiller ;
  - des rencontres : des gérants d'OPCVM sont reçus et viennent proposer leurs produits directement à la commission, rendent compte de leur gestion ou fournissent, à la demande de la commission, des recommandations pour ce qui est des investissements directs de la caisse.
- [175] Ces trois phases peuvent être entrecoupées de discussions entre administrateurs en vue d'arbitrer des fonds ou d'accepter des offres faites par des gérants.

### **1. L'INFORMATION FINANCIERE PREPAREE PAR LE CONSULTANT APPARAIT COMME COMPLETE ET DE QUALITE MAIS NE TRAITE PAS DES PLACEMENTS IMMOBILIERS**

- [176] Le contrat de prestations de service signé 16 juillet 2007 entre la CRN et le cabinet HEWITT ASSOCIATES (devenu AON HEWITT), a effet du 1<sup>er</sup> octobre 2007 prévoit trois familles de travaux :
- La réalisation des contrôles du respect du cadre de gestion des fonds et l'élaboration d'un état mensuel comprenant l'analyse du respect d'un ensemble de contraintes ;
  - L'élaboration d'une fiche de *reporting* mensuelle, identique pour chaque fonds, rappelant un ensemble de caractéristiques définies par le contrat ;

---

<sup>7</sup> Selon le site internet de la caisse.

- Une analyse mensuelle des gestions réalisées et la rédaction d'un rapport de synthèse trimestriel.

[177] Le *reporting* analysé en commission des placements est élaborée par la société AON HEWITT comprend ainsi deux versions correspondant au deux premiers points *supra* : une version détaillée et une simplifiée. Historiquement, le volet détaillé était distribué au président et au vice-président mais depuis plusieurs années, **seul le volet simplifié est remis aux membres de la commission des placements.**

[178] Par ailleurs, bien que le *reporting* visant à s'assurer du respect du cadre de gestion des fonds mentionne le respect de contraintes réglementaires, il s'agit des contraintes applicables aux OPCVM découlant de la réglementation qui leur est applicable et non pas des contraintes qui pèsent sur la CRN. **Aussi, le *reporting* élaboré par le cabinet AON HEWITT ne prévoit pas de document permettant de vérifier que les placements détenus par la caisse sont admissibles au sens du décret n°2002-1314 modifié.**

[179] Pour ce qui a trait aux OPCVM dédiés, un nombre important de conventions de gestion (cf. annexe correspondante) fait référence au décret de 2002, voire reprennent certaines de ses dispositions dans le corps de la convention. Par conséquent, dans la mesure où le cabinet AON HEWITT doit s'assurer du respect des stipulations conventionnelles, ces mesures font l'objet d'un suivi. Toutefois, celui-ci n'est que partiel au vu des obligations du décret de 2002.

**Réponse de l'organisme :** *Les documents produits par Aon Hewitt intègrent des éléments de contrôle relatifs aux positions de la CRN par rapport aux dispositions réglementaires de l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale. Ces contrôles sont réalisés en décomposant les fonds dédiés en transparence ainsi que sur l'ensemble du portefeuille consolidé de la CRN (gestion en direct, OPCVM ouverts). Ces contrôles sont effectués : Tous les mois dans le cadre des reportings réalisés par le cabinet de conseil (répartition réglementaire des actifs de la caisse). Tous les ans de manière plus précise, en associant à chaque groupe d'actifs, tel que précisé par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale et défini par l'article R623-3, le montant détenu par la CRN en pourcentage du portefeuille. A titre d'exemple, ce contrôle est effectué en répartissant les obligations convertibles en fonction de leur delta et les fonds diversifiés en fonction de leur allocation d'actif ce qui apporte un degré de précision supplémentaire bien que cela ne soit pas requis par le régulateur. La CRN considère les fonds dédiés comme éligibles dans la mesure où ils correspondent à la catégorie 8° « Actions et parts d'OPCVM » du présent article. La référence au décret de 2002 est précisée dans les conventions de gestion des fonds dédiés dans le but d'une meilleure transparence.*

**Observation de la mission :** *Doublon. Il a été répondu dans le corps du rapport.*

[180] Parallèlement, l'agent comptable élabore un tableau ayant vocation à s'assurer du respect de certains ratios réglementaires<sup>8</sup>. Pour ce faire, les placements de la caisse sont ventilés en trois grandes catégories (produits de taux, actions et FCPR). **Ce document n'est pas distribué en commissions des placements** et fait seulement l'objet d'un commentaire de la part de l'agent compactable.

[181] **Un tel document est insuffisant à plusieurs titres.** Le décret de 2002 prévoit treize catégories de placements et non trois ; chacune de ces catégories étant assorties de conditions de sorte qu'il n'est pas suffisant d'expliquer détenir une obligation pour que cette dernière soit éligible à la détention.

---

<sup>8</sup> La part des obligations dans le portefeuille total de la caisse doit être supérieure à 34 % et l'immobilier ne doit pas dépasser 20 %.

**Réponse de l'organisme :** *Le document auquel fait référence la mission reprend les 13 catégories de type de support prévues par le décret de 2002. Annuellement, les actifs de la CRN sont ventilés selon ces 13 catégories. Ce document a pour objet le contrôle des ratios à respecter énoncés par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale en regroupant les treize catégories de placements en quatre catégories principales. Ces quatre catégories sont reprises dans ce document afin de s'assurer du respect des limites, en ratio, imposées par la réglementation. Le bon respect des règles de concentration est contrôlé tous les mois.*

**Observation de la mission :** *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

[182] Le décret de 2002 énonce des limites qui se matérialisent sous la forme de ratios à respecter. Ces ratios ne se réduisent pas aux contraintes en matière de placements immobiliers, obligataires ou aux investissements en fonds communs de placements à risques.

**Réponse de l'organisme :** *Les ratios à respecter énoncés par l'article R623-10-1 du code de la sécurité sociale concernent l'immobilier, les placements obligataires, les fonds communs de placements à risques et les prêts obtenus (non détenus par la CRN). Le document dont fait référence le présent paragraphe reprend et contrôle ces quatre ratios sur une base annuelle. Ces limites sont également contrôlées chaque mois dans le cadre des reportings mensuels (répartition réglementaire). Cet article énonce également les contraintes en termes de concentration. Le bon respect de ces règles est contrôlé tous les mois.*

**Observation de la mission :** *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

[183] Enfin, en sus de l'absence de communication à la commission des placements du document réalisé par l'agent comptable et de ses trop nombreuses simplifications, ce document ne met pas en regard les différents exercices comptables si bien que les évolutions ne peuvent être appréhendées.

[184] La documentation simplifiée remise par AON HEWITT se divise en trois grandes parties. Dans un premier temps, une analyse des marchés est conduite. A cette fin, les historiques des performances des principaux indices de marchés (actions, obligations, matières premières, pétrole, or, taux de change...) sont rappelés.



Tableau 18 : Analyse des marchés actions présentée par AON HEWITT fin 2011

	Aujourd'hui	Performances				
		1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
<b>Monde</b>						
MSCI World (en euros)	93.02	0.47%	3.52%	10.71%	-4.53% ↘	-4.53% ↘
<b>Zone Euro</b>						
DJ Euro Stoxx	225.78	1.05%	-0.40%	5.13%	-17.73% ↘	-17.73% ↘
MSCI EMU	131.38	1.07%	-0.37%	5.26%	-17.48% ↘	-17.48% ↘
CAC 40	3 159.81	1.86%	0.16%	5.96%	-16.95% ↘	-16.95% ↘
DAX 30	5 898.35	0.33%	-3.13%	7.20%	-14.69% ↘	-14.69% ↘
<b>Zone Europe</b>						
DJ Stoxx (en euros)	244.54	1.11%	1.86%	8.12%	-11.34% ↘	-11.34% ↘
MSCI Europe (en euros)	84.95	1.12%	2.04%	8.40%	-11.08% ↘	-11.08% ↘
Footsie 100	5 572.28	1.08%	1.21%	8.65%	-5.55% ↘	-5.55% ↘
Swiss Market Index	5 936.23	0.72%	5.02%	7.31%	-7.77% ↘	-7.77% ↘
<b>USA</b>						
MSCI USA (en euros)	90.71	-0.17%	4.49%	14.79%	3.23% ↗	3.23% ↗
S&P 500	1 257.60	-0.61%	0.85%	11.15%	0.00% ↘	0.00% ↘
Nasdaq	2 605.15	-0.52%	-0.58%	7.86%	-1.80% ↘	-1.80% ↘
<b>Japon</b>						
MSCI Japan (en euros)	85.05	2.72%	4.44%	-0.82%	-13.41% ↘	-13.41% ↘
Nikkei 225 (en euros)	84.84	2.95%	4.98%	0.56%	-9.89% ↘	-9.89% ↘
<b>Petites capitalisations</b>						
MSCI EMU Small Caps	173.57	0.99%	-0.79%	-1.06%	-24.77% ↘	-24.77% ↘
<b>Matières premières</b>						
Pétrole (en dollars)	98.83	-0.80%	-1.52%	24.79%	8.15% ↗	8.15% ↗
Or (en dollars)	1 577.30	-1.71%	-8.54%	-2.61%	11.85% ↗	11.85% ↗
<b>Convertibles</b>						
Exane	2 511.64	0.52%	0.70%	-0.21%	-9.58% ↘	-9.58% ↘

Changes	Aujourd'hui	1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
EUR/USD	1.296	-0.74%	-3.63%	-3.64%	-3.04% ↘	-3.04% ↘
EUR/CHF	1.21382	-0.76%	-1.15%	-0.15%	-2.96% ↘	-2.96% ↘
EUR/GBP	0.83355	-0.41%	-2.64%	-2.96%	-2.79% ↘	-2.79% ↘
EUR/JPY	99.66	-2.17%	-4.51%	-3.36%	-8.27% ↘	-8.27% ↘

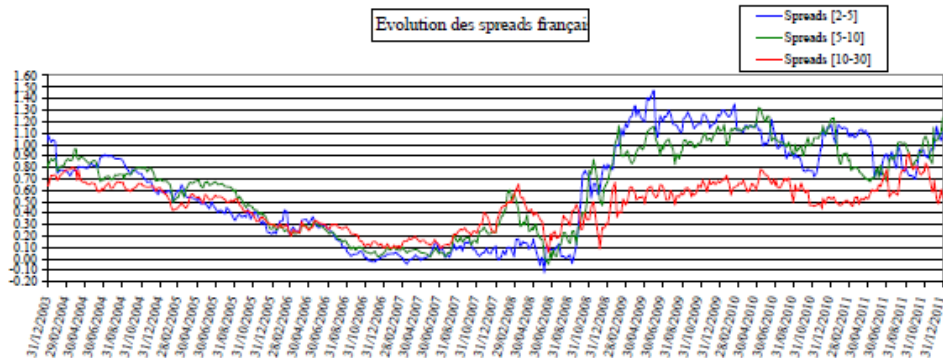
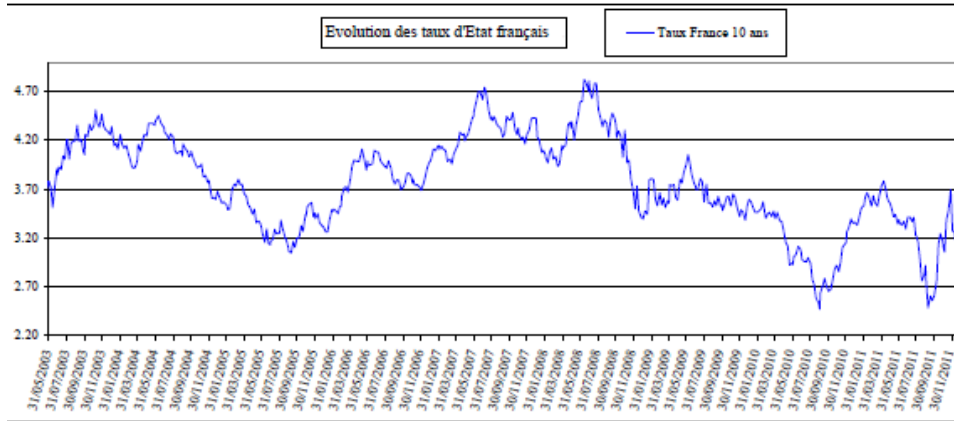
Rang depuis le 31/12	Evolution des secteurs de la zone Euro (DJ EuroStoxx)	Performances						
		Aujourd'hui	1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)	
1	Santé	470.40	2.05%	6.97%	11.27%	18.13%	▲ 18.13%	▲
2	Agro-alimentaire	346.33	2.23%	3.68%	11.67%	5.31%	▲ 5.31%	▲
3	Energie	311.66	1.65%	2.52%	18.57%	-2.52%	▼ -2.52%	▼
4	Chimie	603.54	2.16%	-0.26%	12.96%	-10.10%	▼ -10.10%	▼
5	Biens de conso non cycliques	356.19	1.26%	-1.14%	10.62%	-10.46%	▼ -10.46%	▼
6	Distribution	265.20	1.69%	-1.96%	5.61%	-14.48%	▼ -14.48%	▼
7	Média	135.13	1.60%	0.78%	6.50%	-16.48%	▼ -16.48%	▼
8	Technologiques	194.58	0.74%	-4.97%	1.87%	-18.05%	▼ -18.05%	▼
9	Télécommunications	310.23	0.99%	-3.94%	-3.58%	-18.19%	▼ -18.19%	▼
10	Assurance	121.69	-0.97%	-3.28%	2.18%	-18.39%	▼ -18.39%	▼
11	Services financiers	188.72	0.45%	-6.04%	3.00%	-18.89%	▼ -18.89%	▼
12	Construction	216.54	1.93%	0.99%	6.84%	-20.27%	▼ -20.27%	▼
13	Industrie	388.55	1.98%	-0.54%	6.41%	-20.41%	▼ -20.41%	▼
14	Biens de conso cycliques	91.45	0.25%	-1.11%	2.74%	-24.25%	▼ -24.25%	▼
15	Automobile	249.78	-1.29%	-4.71%	4.08%	-24.79%	▼ -24.79%	▼
16	Services collectifs	250.75	0.95%	-3.69%	-4.31%	-24.81%	▼ -24.81%	▼
17	Banque	100.34	-0.72%	1.76%	-4.75%	-37.63%	▼ -37.63%	▼
18	Produits de base	177.68	1.10%	1.01%	13.53%	-40.36%	▼ -40.36%	▼
	<b>Total DJ Euro Stoxx</b>	<b>225.78</b>	<b>1.05%</b>	<b>-0.40%</b>	<b>5.13%</b>	<b>-17.73%</b>	<b>▼ -17.73%</b>	<b>▼</b>

Source : AON HEWITT.

[185] Pour ce qui est des marchés de taux, les taux des emprunts de l'Etat français correspondants à différentes maturités sont précisés (1, 5, 10 et 30 ans) ainsi que les niveaux des « spreads » moyen par rating et par maturité.

Tableau 19 : Analyse des marchés de taux présentée par AON HEWITT fin 2011

Rang depuis le 31/12		Aujourd'hui	1 semaine (23/12/11)	1 mois (30/11/11)	3 mois (30/09/11)	Depuis le 31/12/10	12 mois (31/12/10)
1	EuroMTS +15	190.11	1.06%	7.36%	-0.76%	4.50% ↗	4.50% ↗
2	EuroMTS 7-10	172.59	0.45%	4.02%	-2.79%	1.61% ↗	1.61% ↗
3	EuroMTS Global	167.89	0.41%	3.69%	-1.38%	1.18% ↗	1.18% ↗
4	EONIA	1 764.49	0.01%	0.05%	0.20%	0.88% ↗	0.88% ↗
5	EuroMTS 3-5	166.22	0.24%	2.81%	-0.66%	0.75% ↗	0.75% ↗
6	EuroMTS 1-3	155.40	0.05%	1.44%	-0.18%	0.54% ↗	0.54% ↗
7	EuroMTS 5-7	170.91	0.41%	3.43%	-1.84%	0.43% ↗	0.43% ↗
8	EuroMTS 10-15	165.42	0.46%	4.85%	-4.36%	-2.99% ↘	-2.99% ↘



Source : AON HEWITT.

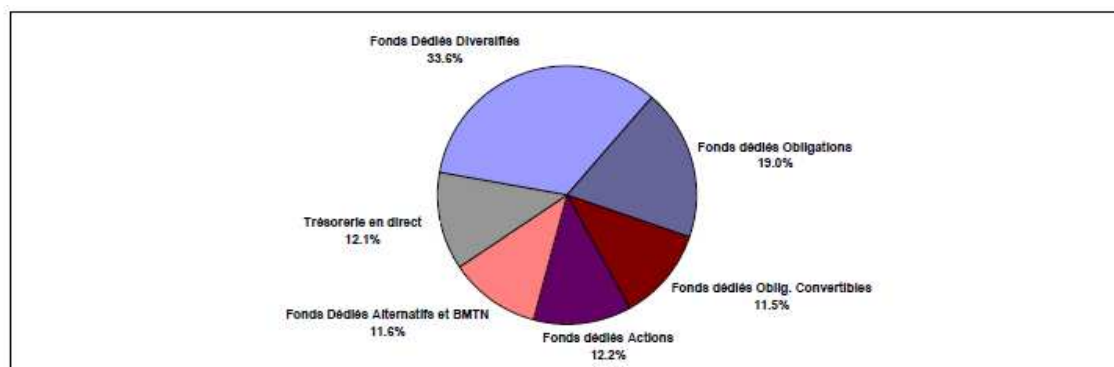
[186] Dans un second temps, le portefeuille consolidé de la CRN est examiné. Cinq items sont tour à tour passés en revue :

- « allocation d'actif et **performance** par type de fonds » ;
- « allocation d'actifs consolidée par type d'actifs » ;
- « **performance** des fonds dédiés » ;

- « attribution de **performance** des fonds dédiés diversifiés » ;
- « respect des **contraintes** ».

[187] Les différents tableaux et graphiques mettent en lumière la répartition des actifs par nature de produits et par zones géographiques. La performance de chaque type de fonds est étudiée et décortiquée. Le *reporting* s'attache particulièrement aux performances mensuelles, trimestrielles et annuelles. La volatilité à 20 semaines et le *tracking error* à un an sont mentionnées.

Graphique 16 : Allocation d'actifs et performance par type de fonds au 31 décembre 2011



Classe d'actifs	A fin Décembre 2011		Depuis début 2011		A fin Décembre 2011		Depuis début 2011	
	Montant (en m€)	Poids (en %)	Montant (en m€)	Poids (en %)	Perf** Mois	Perf. Indice	Perf** YTD	Perf. Indice
<b>Total Portefeuille</b>	<b>1 721.5</b>	<b>100.0%</b>	<b>1 804.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>-6,8%</b>	<b>-4,9%</b>
<b>Fonds dédiés Obligations</b>	<b>168.7</b>	<b>9,8%</b>	<b>189.0</b>	<b>10,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,8%</b>
HOCHÉ OBLIGATIONS (BNP IP)	91.7	5.3%	141.9	7.9%	3.4%	5.7%	-0.6%	1.8%
CRN LFP OBLIG (LFP)	46.6	2.7%	47.1	2.6%	1.5%	5.7%	-1.2%	1.8%
CRN Opportunité Européenne (Schelcher)	30.4	1.8%	n.a	n.a	1.5%	5.7%	n.a	n.a
<b>Fonds dédiés Oblig. Convertibles</b>	<b>102.6</b>	<b>6,0%</b>	<b>111.7</b>	<b>6,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-5,8%</b>
Hoche Convertibles (BNP IP)	40.4	2.3%	45.2	2.5%	2.0%	7.5%	-10.6%	-5.8%
CRN Acropole OC (Acropole AM)	62.1	3.6%	66.5	3.7%	1.1%	7.5%	-6.6%	-5.8%
<b>Fonds dédiés Actions</b>	<b>108.3</b>	<b>6,3%</b>	<b>164.1</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,5%</b>	<b>-17,7%</b>	<b>-14,0%</b>
CRN AMUNDI ACTIONS (AMUNDI)	43.2	2.5%	49.8	2.8%	9.5%	9.5%	-13.1%	-14.0%
CRN Mandarine ACTIONS (Mandarine)	65.1	3.8%	71.8	4.0%	9.9%	9.5%	-20.7%	-14.0%
<b>Fonds Dediés Diversifiés</b>	<b>298.9</b>	<b>17,4%</b>	<b>341.1</b>	<b>18,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>-5,8%</b>
FDRN-AIMP (AXA IM)	29.5	1.7%	30.5	1.7%	7.0%	7.5%	-3.3%	-5.8%
FDRN-EDRAM (EDRAM)	28.2	1.6%	30.5	1.7%	7.0%	7.5%	-7.4%	-5.8%
FDRN- ODDO (Oddo AM)	66.8	3.9%	75.0	4.2%	6.5%	7.5%	-10.9%	-5.8%
FDRN- AMUNDI (AMUNDI)	73.0	4.2%	79.6	4.4%	6.4%	7.5%	-7.4%	-5.8%
FDRN LFP (LFP)	27.5	1.6%	30.4	1.7%	4.1%	7.5%	-9.4%	-5.8%
FDRN Emergents ODDO (ODDO AM)	41.3	2.4%	43.7	2.4%	3.0%	7.5%	-5.6%	-5.8%
EMTN Epsilon SGOE (Lyxor)	32.5	1.9%	n.a	n.a	-0.5%	0.1%	n.a	n.a
<b>Portefeuille CRN en direct*</b>	<b>502.6</b>	<b>29,2%</b>	<b>422.3</b>	<b>23,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-5,8%</b>
<b>Fonds Dediés Alternatifs et BMTN</b>	<b>102.8</b>	<b>6,0%</b>	<b>133.5</b>	<b>7,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>0,9%</b>
BMTN MILLENIUM BNP MASTER (BNP Eqty&D)	37.0	2.2%	40.4	2.2%	-0.7%	0.1%	-3.7%	0.9%
AMUNDI BALZAC (AMUNDI)	65.7	3.8%	69.0	3.8%	1.3%	0.1%	-4.3%	0.9%
<b>Trésorerie en direct</b>	<b>107.8</b>	<b>6,3%</b>	<b>110.9</b>	<b>6,1%</b>	<b>N.d</b>	<b>N.d</b>	<b>N.d</b>	<b>N.d</b>
<b>Immobilier physique (valeur vénale)</b>	<b>329.9</b>	<b>19,2%</b>	<b>332.2</b>	<b>18,4%</b>	<b>N.d</b>	<b>N.d</b>	<b>N.d</b>	<b>N.d</b>

\* Décomposition non ventilée par classe d'actifs

\*\* Performance hors Trésorerie en direct et Immobilier

Source : AON HEWITT.

Tableau 20 : Synthèse des performances par fonds

	Performances					Risques	
	mensuelles (25/11/11)	trimestrielles (30/09/11)	annuelles (31/12/10)	Depuis changement gestionnaire	depuis le (08/06/01)	Volatilité 20 S	tracking error (sur 1 an)
—% Performance absolue positive —% Performance absolue négative —% Ecart de performance positif (performance relative positive par rapport à l'indice de référence) —% Ecart de performance négatif (performance relative négative par rapport à l'indice de référence)							
<b>Fonds obligataires purs :</b>							
CRN LFP OBLIG (LFP)	1.45%	0.79%	-1.19%			3.4%	5.8%
Ecart	-4.21%	1.77%	-2.97%				
HOCHÉ OBLIGATIONS (BNP IP)	3.42%	-1.47%	-8.60%	51.99%	51.99%	8.0%	2.6%
Ecart	-2.25%	-0.49%	-2.38%	-9.07%	-9.07%		
CRN Opportunité Européenne Schelcher (Schelcher)	n.a.	n.a.	n.a.	1.50%			
Ecart	n.a.	n.a.	n.a.	-1.08%			
100% JPM EMU	5.66%	-0.98%	1.78%	61.06%	61.06%	8.0%	
<b>Fonds convertibles :</b>							
Hoche Convertibles (BNP IP)	2.02%	-1.04%	-10.56%	38.02%	28.03%	11.3%	9.0%
Ecart	-5.50%	-3.79%	-4.77%	7.02%	1.85%		
CRN Acropole OC (Acropole AM)	1.05%	0.12%	-6.61%	-8.54%	-3.16%	7.1%	11.0%
Ecart	-6.47%	-2.63%	-8.82%	1.17%	-23.02%		
50% DJES Large + 50% JPM EMU	7.52%	2.75%	-5.80%	-9.71%	26.18%	18.9%	
<b>Fonds actions purs :</b>							
CRN AMUNDI ACTIONS (AMUNDI)	9.45%	7.41%	-13.10%	15.32%		36.7%	4.7%
Ecart	-0.04%	1.16%	0.93%	6.09%			
CRN Mandarine ACTIONS (Mandarine)	9.92%	5.99%	-20.66%			42.1%	7.0%
Ecart	0.43%	-0.27%	-6.63%				
100% DJ Euro Stoxx Large	9.49%	6.26%	-14.03%	9.23%		36.4%	
<b>Fonds diversifiés :</b>							
FDRN-AIMP (AXA IM)	7.01%	3.21%	-3.31%	11.52%	11.52%	16.8%	3.7%
Ecart	-0.51%	0.46%	2.48%	-2.16%	-2.16%		
FDRN-EDRAM Flexible (EDRAM)	7.04%	4.79%	-7.37%			17.8%	4.7%
Ecart	-0.48%	2.04%	-1.57%				
FDRN- ODDO (Oddo AM)	6.48%	2.38%	-10.90%	-0.10%	5.54%	16.7%	4.2%
Ecart	-1.04%	-0.37%	-5.10%	-1.24%	-8.14%		
FDRN- AMUNDI (AMUNDI)	6.40%	2.28%	-7.39%	17.74%	17.74%	16.4%	3.1%
Ecart	-1.12%	-0.47%	-1.59%	4.06%	4.06%		
FDRN LFP (LFP)	4.07%	1.61%	-9.40%			9.8%	9.1%
Ecart	-3.44%	-1.14%	-3.60%				
FDRN Emergents ODDO (ODDO AM) (7)	2.97%	6.64%	-5.59%			11.9%	14.4%
Ecart	-4.55%	3.89%	0.21%				
EMTN Epsilon SGEO (Lyxor)	-0.53%	-3.66%				12.5%	
Ecart	-0.59%	-3.87%					
50% DJES Large + 50% JPM EMU	7.52%	2.75%	-5.80%	13.68%	13.68%	18.9%	
<b>Fonds alternatifs / BMTN:</b>							
BMTN MILLENIUM BNP MASTER (BNP Eqty&D)	-0.65%	-4.88%	-3.66%			9.4%	10.5%
Ecart	-0.72%	-5.09%	-4.55%				
AMUNDI BALZAC (AMUNDI)	1.35%	0.06%	-4.32%			6.2%	6.8%
Ecart	1.29%	-0.14%	-5.20%				
100% EONIA	0.06%	0.20%	0.88%			0.0%	

Source : AON HEWITT.

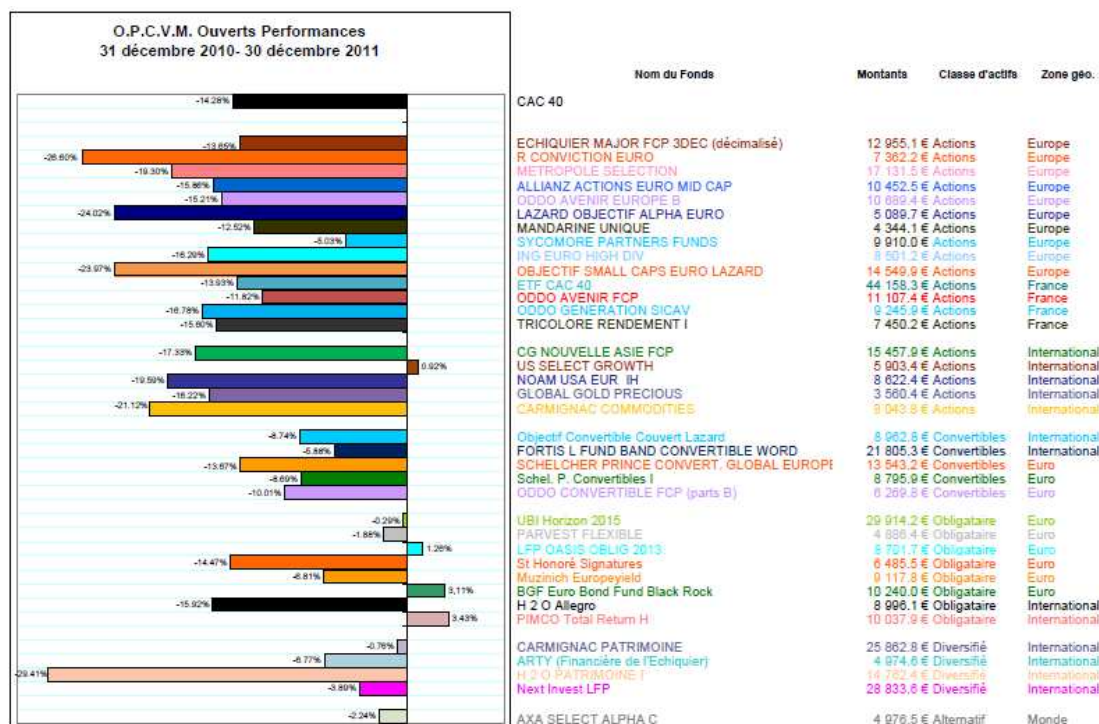
[188] La vision convoquée par ce reporting affiche ainsi un biais court-termiste certain.

**Réponse de l'organisme :** Dans la mesure où les reportings font mention des performances à 3 ans et 5 ans, et depuis la création des fonds, le biais court-termiste imputé à ces reportings apparaît comme infondé.

**Observation de la mission :** Les mesures de performances à 1 semaine, 1 mois et 3 mois sont également présentes et sont les plus commentées en commissions des placements. Les mesures de risques ne sont que peu développées et pour ce qui est des mesures quantitatives correspondantes (volatilité, tracking error), ces dernières sont données qu'à 20 semaines et à 1 an. Observation maintenue.

[189] Enfin une dernière partie met l'accent sur le portefeuille géré par la caisse en direct. Une attention particulière est portée à la performance des OPCVM ouverts et à la répartition sectorielle des titres détenus en direct.

Schéma 1 : Performance des OPCVM ouverts détenus par la CRN fin 2011



Source : AON HEWITT.

Tableau 21 : Actions détenues par la CRN à fin 2011

Secteur	Poids des actions	Prix de revient global	Valeur boursière globale	+/- valeur latente
Biens de consommation personnelle	21.32%	5 073 306.34	8 914 988.48	3 841 682.14
Assurances	2.08%	2 039 592.64	870 570.02	-1 169 022.63
Banques	3.84%	3 424 722.37	1 607 624.20	-1 817 098.17
Services Financiers	1.37%	500 671.60	573 040.00	72 368.40
Biens et services de l'industrie	7.78%	928 107.67	3 254 400.00	2 326 292.33
Services aux collectivités	2.88%	2 910 801.60	1 205 476.00	-1 705 325.60
Distribution	6.08%	2 985 604.54	2 540 933.20	-444 671.34
Energie	22.65%	7 755 926.57	9 473 760.00	1 717 833.43
Construction et matériaux	11.01%	7 110 412.70	4 605 110.00	-2 505 302.70
Technologie	4.92%	2 473 221.74	2 059 120.00	-414 101.74
Santé	3.39%	1 174 689.77	1 418 750.00	244 060.23
Chimie	8.12%	2 222 436.67	3 398 052.94	1 175 616.27
Télécommunications	2.18%	2 012 996.74	911 610.80	-1 101 385.94
Média	2.37%	1 472 562.18	990 310.52	-482 251.66
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>	<b>42 085 053.13</b>	<b>41 823 746.15</b>	<b>-261 306.98</b>

Source : AON HEWITT.

[190] La mission note la présence de plusieurs ventilations des actifs de la caisse qui sont fonction du point de vue adopté. La ventilation selon une vision dite réglementaire classe les obligations convertibles et les BMTN structurés en obligations alors que la ventilation selon la vision « économique » reclasse les BMTN dans la catégorie de la gestion alternative. Cette nuance fait passer la part des produits de taux de 44 % (au 31 décembre 2011 et en valeur de marché) à 38 %. Dans cette version, les obligations convertibles, qui représentent 8 % du total, restent toutefois classées dans la catégorie des obligations. Un ultime tableau vient toutefois les reclasser en produits de « diversification » par analogie avec les fonds investissant à la fois en actions et obligations, ce qui peut se comprendre dans la mesure où les obligations convertibles sont exposées à ces deux marchés. Dans ce dernier cas, les obligations ne représentent plus que 30 % du portefeuille de la CRN au 31 décembre 2011. Pourtant, du point de vue réglementaire, les produits de taux doivent représenter au moins 34 % des actifs de la caisse.

**Réponse de l'organisme :** *La réglementation (article R623-10-1 du code de la sécurité sociale) prévoit notamment que la limite de « 34 % au moins pour les actifs mentionnés aux 1° à 4° de l'article R. 623-3 et qui sont libellés en euros, ainsi que les actifs du 5° de ce même article » ce qui inclut notamment les BMTN.*

**Observation de la mission :** *La caisse se contente de répéter la réglementation. La mission rappelle que les BMTN sont comptabilisables dans le ratio de 34 % pour peu qu'ils soient admissibles.*

**Réponse de l'organisme :** *La CRN élabore chaque année un tableau qui présente une vue réglementaire de l'allocation. En effet, tous les OPCVM dédiés ou ouverts sont analysés en transparence et, répartis dans les catégories réglementaires. Cette ventilation est faite sur les fonds diversifiés et d'obligations convertibles. Pour les obligations convertibles, la CRN a retenu une approche de répartition par le delta de chaque fonds. A fin 2011, la répartition est la suivante : Obligations : 45,3%, Actions : 35%, Immobilier : 19,4% FCPR : 0,3%*

**Observation de la mission :** *Doubleton. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

[191] Un point global sur le respect des contraintes de gestion des fonds dédiés est ensuite réalisé. Sont ainsi identifiables les fonds qui dérogent à l'une ou l'autre des contraintes suivantes : ratios par émetteur, ratios d'emprise (par émetteur, emprunt d'espèces, prêt de titres, emprunt de titres), limites par « marché » (fixée par les conventions de gestion).

Tableau 22 : Vérification des contraintes de gestion

Ratio par émetteur	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques
Souverains	Réglementaire	OK	
Autres	Réglementaire	OK	

Ratio d'emprise	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques
Par émetteur	Réglementaire	OK	
Emprunts d'espèces	Réglementaire	OK	
Prêts de titres	Réglementaire	OK	
Emprunts de titres	Réglementaire	OK	

Marchés	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques
Marchés actions Max/Min	Réglementaire	Warning	Film EDRAM (20.5%<35%)
Marchés taux Max/Min	Réglementaire	Warning	Film LFP (33.7%<35%)
rating	Réglementaire	Warning	CRN LFP Oblig (non noté), Hoche Obligations (Titres grecques CC et non noté)
Marchés convertibles	Contractuelle	OK	
Marchés à terme	Réglementaire	OK	
Marchés français	Réglementaire	OK	
Part OPCVM	Réglementaire	Warning	Acropole OC (45.4%>10%), Hoche Obligations (42.0%>10%)
Devise	Contractuelle	Warning	SDGE Actions SGAM (93.4%<100%), Mandarin Actions (89.3%<100%) et Acropole OC (97.2%<100%)
Liquidités	Contractuelle	Warning	Film Amundi (7.9%>2%), Film Emergence Cddo (11.4%>2%), Acropole OC (3.4% > 2%)

Sensibilité	Contractuelle / Réglementaire	Respect des limites	Remarques

Respect de la liste des OPCVM autorisés:

Source : AON HEWITT.

[192] Le *reporting* détaillé adopte une structure similaire à celle du *reporting* simplifié. Les différents points abordés sont :

- La revue des marchés ;
- Le résumé des **performances** ;
- Le *reporting* consolidé ;
- Le suivi de l'allocation et de la sensibilité ;
- L'attribution de **performance** sectorielle ;
- L'attribution de **performance** globale ;
- Le suivi des **performances** relatives mensuelles ;
- Le *reporting* détaillé des fonds.



[193] Même si le mot risque n'apparaît que peu dans les libellés des différentes parties du document et que les indicateurs restent court-termistes (volatilité à 20 semaines, ratio d'information à 1 an, coefficient bêta à 1 an) **le reporting détaillé de chaque fonds présente des éléments particulièrement utiles dans l'appréhension des risques auxquels la caisse est exposée. Il est dès lors regrettable que ce document ne soit plus distribué aux administrateurs ni même commenté.**

[194] Ce document fournit en effet des données d'exposition à la fois plus riches et plus précises que celle du *reporting* simplifié. Pour chaque fonds, les informations suivantes sont disponibles :

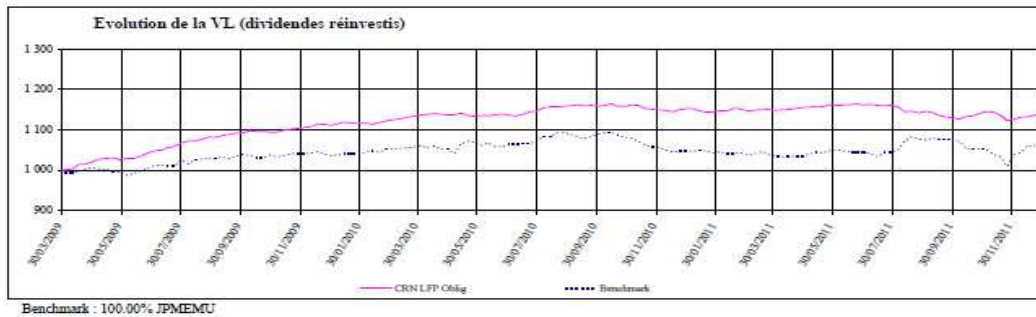
- Les 10 lignes les plus importantes ;
- L'exposition aux devises ;
- Ventilation des portefeuilles obligataires par notation et maturité des titres sous-jacents ;
- La décomposition des produits actions par pays et par secteur ;
- Les frais de gestion provisionnés ;
- Les alertes relatives aux contraintes des conventions de gestion non respectées.

## Schéma 2 : Exemple du reporting détaillé du FCP CRN LFP OBLIG au 31/12/2011

Synthèse	
Valeur boursière hors OPCVM	42 302 053
OPCVM Monétaires	4 281 706
Autres OPCVM	0
Liquidités	-1 952 734
Frais de gestion provisionnés	191 581
<b>Actif net</b>	<b>46 583 759</b>
Nombre de parts	40 911
<b>Valeur liquidative</b>	<b>1 138.66</b>

Montants exprimés en euros

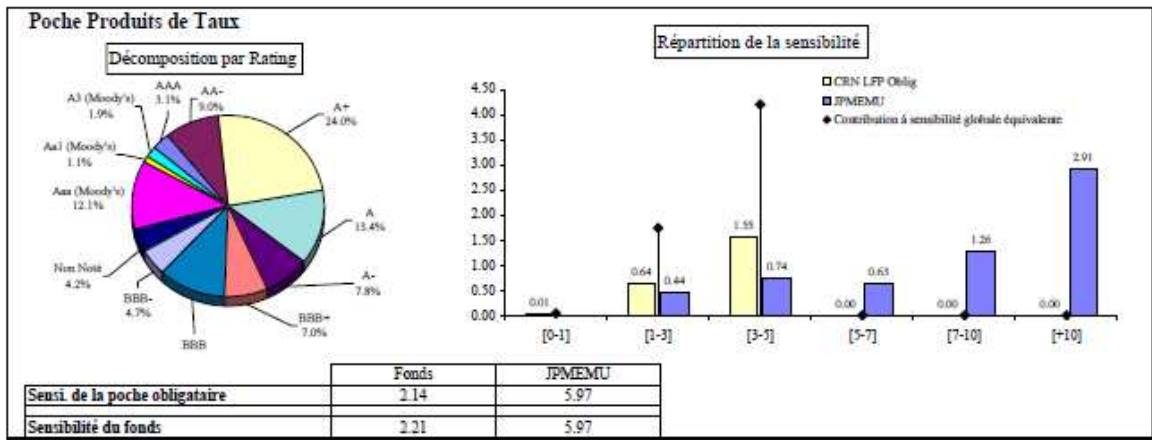
Performances	Fonds	Benchmark	Ecart
Hebdomadaire (depuis le 23/12/11)	0.23%	0.55%	-0.32%
Mensuelle (depuis le 25/11/11)	1.45%	5.66%	-4.21%
Trimestrielle (depuis le 30/09/11)	0.79%	-0.98%	1.77%
Annuelle (depuis le 31/12/10)	-1.19%	1.78%	-2.97%
Depuis le 20/03/09	13.87%	6.61%	7.25%
Volatilité 20 semaines	3.4%	8.0%	
Tracking Error	5.8%		



Exposition devises			
Devise	Expo	Devise	Expo
Euro	100.00%	Livre sterling	0.00%
US Dollar	0.00%	Franc Suisse	0.00%
Yen	0.00%	Autres Devises	0.00%

Portefeuille : <b>CRN LFP Oblig</b> Gérant : <b>LFP</b>	Valorisation au : <b>30/12/2011</b>
--	-------------------------------------

Titres	Cours	Quantité	Montant	% Total
ALLEMAGNE 0.25% 13/12/13	100.20	2 200 000	2 205 107	4.73%
FRANCE 3% 05-15	105.05	1 850 000	1 954 154	4.19%
BNP PARIBAS 2.875% 10-130715 EMTN	99.60	1 427 000	1 440 837	3.09%
KFW 1.5% 09-14 CV	109.49	1 200 000	1 321 686	2.84%
ABN AMRO BANK 3.25% 05-15 EMTN	104.36	1 200 000	1 263 545	2.71%
BOUYGUES 6 1/8% 2015	110.94	1 000 000	1 140 390	2.45%
EDF 5.125% 23/01/15 EMTN	108.66	1 000 000	1 135 142	2.44%
CASINO GP 5.50% 30/01/15 EMTN	104.74	1 000 000	1 098 502	2.36%
HSBC FRANCE 4.875% 15/01/14 EMTN	104.82	1 000 000	1 095 431	2.35%
CFCM 5.375% 09-220414 EMTN	103.50	1 000 000	1 072 762	2.30%
<b>TOTAL</b>			<b>13 727 557</b>	<b>29.47%</b>



Contrôle effectué le : mercredi 04/01/12

Ratio par émetteur	Limite (min-max)	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
	< 5% par entité	Réglementaire	OK	
	< 10% par émetteur	Réglementaire		
	< 40% par groupe	Réglementaire		

Ratio d'emprunte	Limite (min-max)	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
Financement	< 10%	Réglementaire	OK	
Emprunts d'épargne	< 10%	Réglementaire	OK	
Prêt de titres	< 10%	Réglementaire	OK	
Emprunts de titres	< 15%	Réglementaire	OK	

Marchés	Limite (min-max)	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
Marchés non	Min : 0.00%	Réglementaire	OK (87.4%)	
	Rating >= A (S&P) à long terme	Réglementaire	Warning	BBB- et Non Noté
Fonds Commun de Créances	Rating >= AAA (S&P) à long terme	Contractuelle	OK	
Marchés à terme	Uniquement en couverture	Réglementaire	OK	
Marchés étrangers	Min : Aucune	Réglementaire	OK (56.33%)	
Devise	Min Euro 90.00%	Contractuelle	OK (100.0%)	
Liquidité	Maxi : valeur absolue = 2.00%	Indicatif	OK (0.0%)	

Sensibilité	Limite	Contractuelle / Réglementaire	OK/Warning	Nature des dépassements
Mécanisme	8.00	Contractuelle	OK (2.21)	

Respect de la liste des OPCVM autorisés :

Orientations de gestion	
Titris	100.00% JPMEMU
Objectif de portefeuille	Valorisation à Long Terme

Source : AON HEWITT.

- [195] A noter que l'exposition par devise, par secteur et les « 10 plus grandes lignes actions » sont également disponibles pour le portefeuille consolidé de la caisse (i.e. par transparence).
- [196] **A ce titre, le secteur financier (banques et assurances) représente 18 % du portefeuille en valeur de marché fin 2011.**
- [197] Il est toutefois regrettable qu'une représentation de l'exposition sectorielle ne soit pas disponible pour l'ensemble du portefeuille consolidé vu par transparence. De même, les indicateurs gagneraient à être enrichis par l'évaluation de l'exposition aux 10 plus grandes lignes en agrégeant l'exposition aux différents titres (actions, obligations, BMTN...);

**Réponse de l'organisme :** *La répartition sectorielle de l'ensemble du portefeuille consolidé apparaît en page 8 du reporting mensuel détaillé. En effet, le portefeuille consolidé comprend les fonds dédiés décomposés en transparence ainsi que le portefeuille géré en direct (titres détenus en direct et OPCVM ouverts).*

**Observation de la mission :** *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

**Réponse de l'organisme :** *L'exposition des 10 plus importantes lignes du portefeuille consolidé est présente en page 8 du document.*

**Observation de la mission :** *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

- [198] En matière immobilière, le *reporting* fait état du poids de l'immobilier dans le portefeuille global de la caisse et pour chaque section/régime mais en reste là sur la question des placements immobiliers.

## 2. EN DEPIT DE CETTE INFORMATION, LES DISCUSSIONS DE LA COMMISSION SE FOCALISENT SUR LA PERFORMANCE

- [199] La revue des comptes-rendus des commissions de placements font apparaître un biais dans les discussions en faveur de la performance. **En effet, si les rendements sont analysés et suivis mensuellement fonds par fonds, les points relatifs à la gestion actif-passif, à la maîtrise des risques ou au respect de la réglementation sont plus rares. De fait, certaines décisions ne sont motivées que par la performance (cf. *infra*) alors qu'une analyse faisant intervenir des considérations relatives aux besoins des régimes, aux risques encourus ou à la réglementation aurait pu conduire à des décisions différentes.**
- [200] L'exemple suivant, tiré de la séance du 16 février 2006 est édifiant en la matière : « *un échange de vues s'instaure entre les administrateurs, et il est décidé, au vu des documents distribués sur ces gérants, de retenir ODDO compte tenu des performances obtenues ces trois dernières années et de leur régularité* ». L'analyse est entièrement rétrospective, se fonde sur un historique particulièrement court – donc peu représentatif – et n'aborde pas la question des modes de gestion ni des risques.
- [201] Le consultant de la société AON HEWITT, Monsieur PUCHE à l'époque, affirme lors de la séance du 16 mars 2006 que « *la sensibilité globale des produits de taux est de 2,24 ; cela veut dire que si les taux montent de 1 % alors le portefeuille de la CRN baisserait de 2,24 %*. Le Président pose alors la question de savoir s'il ne conviendrait pas de baisser fortement la sensibilité pour une grande part des 300 millions d'euros d'obligations détenus par la CRN. Monsieur PUCHE indique que les gérants sont autorisés à baisser la sensibilité à 0 et donc de se protéger contre une remonté des taux ».
- [202] La manière dont est traité le sujet de la valorisation des actifs obligataires au cours de la séance du 16 mars 2006 est particulièrement éclairante. La question de la pertinence de ces

placements au vu des besoins des régimes n'est pas traitée et le sujet de la sensibilité n'est abordé qu'au travers du prisme de la comptabilité.

[203] La caisse d'inquiète de la nécessité de devoir passer une provision pour dépréciation si les taux venaient à monter. Or, il est utile de rappeler ici que, mis à part le cas du défaut de l'émetteur, un des intérêts d'une obligation est de connaître, dès sa souscription, l'ensemble des flux et donc le rendement de l'opération. La connaissance des flux, liée à la structure de ces produits, est une propriété qui fait des obligations un outil privilégié d'adossé de l'actif aux besoins des régimes. Très concrètement, de ce constat découle le fait que des engagements à long terme nécessitent la souscription d'obligations de longue maturité. Par définition, la sensibilité de ces obligations est importante dans la mesure où cette dernière est égale, à peu de choses près, à la *duration* de l'obligation. Autrement dit, la sensibilité de 2,24 qui semble effrayer la caisse et son conseiller suggère que la *duration* moyenne des obligations est de l'ordre de 2,5 à 3 années, ce qui paraît faible pour un investisseur de long terme tel que la caisse. Qui plus est, une situation de « *sensibilité 0* » telle que mentionnée par le compte-rendu est équivalente à une absence d'exposition aux actifs obligataires. Acheter des obligations tout en ne souhaitant pas y être exposé peut étonner.

[204] Le biais que semble présenter la caisse en matière de performance se retrouve également dans le processus de sélection des OPCVM. Lors de la séance du 10 juin 2009, « *Monsieur DU PENHOAT [AON HEWITT] présente alors le document que la société HEWITT a préparé et rappelle les critères recherchés pour effectuer la sélection des fonds : actif sous gestion de plus de 70M€, « track record » de plus de 5 ans et performances appartenant au 1<sup>er</sup> quantile de l'univers des fonds actions US sur un horizon de 3 et 5 ans* ». Un simple filtre automatique permettrait donc de choisir de manière pertinente des fonds.

**Réponse de l'organisme :** *La sélection de fonds se base sur un filtre quantitatif en fonction des performances des OPCVM de l'univers, mais également sur la volatilité de ces fonds ainsi que sur une analyse qualitative (process de gestion, équipe, contrôle des risques, etc.). L'utilisation d'un tel filtre a pour but de retenir, en toute objectivité, les meilleurs fonds.*

**Observation de la mission :** *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

[205] De même, l'extrait suivant de la commission du 9 juillet 2009 présente une analyse du représentant d'AON HEWITT dans laquelle ce dernier laisse entrevoir l'importance du facteur « risque » face à l'espérance de rendement : « *cependant, l'Etat ne laissera pas ces sociétés faire faillite. Aussi, il ne faut pas trop craindre d'investir sur des obligations à haut rendements émises qui offrent des performances de 12 à 13 %. Ce sont sur ces types de produits que la CRN investi chez ODDO il y a maintenant près d'un an. Le rendement est annuel attendu est de 15 % par an sur trois ans s'il n'y a pas de défaut* ».

[206] Bien que quasi inexistante, l'analyse de risques parvient tout de même à être fautive. Le représentant de la société AON HEWITT omet en effet que, mis à part le défaut, il existe des cas de restructuration comme on a pu le constater par la suite avec le cas grec.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN demande aux analystes crédits des sociétés de gestion de sélectionner les titres de crédit. Aussi, les obligations que la CRN détient en direct ont toutes été proposées sur le conseil de gestionnaires financiers via un mandat de gestion. En outre, investir sur des émissions crédit permettait de diviser le risque en termes de concentration par rapport aux dettes souveraines dont les risques de dégradation étaient difficilement contrôlables à l'époque et dont les spreads pouvaient varier de façon importante en fonction du « stress » des marchés financiers.*

**Observation de la mission :** *La caisse ne répond pas à l'observation qui est maintenue.*

### 3. LA PART FAITE AUX BESOINS DE FINANCEMENT DES RÉGIMES, AUX RISQUES ENCOURUS ET AU RESPECT DE LA RÉGLEMENTATION DÉPEND FORTEMENT DU CONSULTANT

#### 3.1. *Entre 2007 et 2011, les discussions relatives aux besoins des régimes tombent en déshérence*

- [207] La question des besoins des régimes au sens large est abordée par le consultant lors des commissions des placements. Néanmoins, la fréquence et la profondeur avec lesquelles le sujet est abordé dépend fortement du consultant en question.
- [208] Au cours de la période sous revue. La CRN a connu trois consultants différents. Le premier, M. PUCHE a quitté ses fonctions en septembre 2006. Son remplaçant, M. BERCHEM était particulièrement intéressé par la question de l'adossement des actifs aux besoins des régimes. Toutefois, ce dernier n'interviendra que trois fois en commission financière avant que la caisse ne demande à AON HEWITT de le remplacer. C'est le cas, à compter de décembre 2006, par M. DU PENHOAT.
- [209] A la lecture des comptes-rendus des commissions de placement, les références aux besoins des régimes se font de moins en moins présentes au fur et à mesure que le temps passe.
- [210] Au cours de la séance du 6 avril 2006, M. PUCHE rappelle que *« pour la section C, les réserves doivent permettre de lisser les chocs démographiques et se prémunir d'un retournement éventuel du marché »*. Il ajoute que *« pour la section B, il s'agit d'accroître à moyen et long termes le taux de couverture des engagements. Dans ces deux sections, il faut donc s'assurer de la bonne adéquation des flux avec un rendement des actifs qui permette d'assurer à court, moyen et long termes une revalorisation des retraites servies autour du niveau de l'indice des prix. Il s'agit également, par une bonne répartition des actifs de la CRN, de minimiser le risque de moins-value. Ensuite Monsieur PUCHE présente diverses classes d'actifs et leurs caractéristiques en termes d'actifs-passif. »* La question qui se pose est la détermination de *« la combinaison d'actifs qui optimise sur courte et longue périodes la couverture du passif ? Après différentes échanges, Monsieur PUCHE fait une analyse détaillée sur l'allocation stratégique d'actifs vers laquelle la CRN devrait tendre compte tenu de l'horizon de placements. Pour les deux Sections, il ne devrait pas être nécessaire de « tirer » sur les réserves de la CRN dans les 10 prochaines années. En effet, le résultat technique devrait rester positif sur cette période. En première conclusion, Monsieur PUCHE indique, toute chose étant égale par ailleurs, que l'allocation actuelle augmente le taux de couverture de près de trois ans dans 95% des cas. En revanche, dans 5 % des cas, elle diminuera de près d'un an d'ici 2015. [...] Dans la section C, l'allocation d'actif qui présente l'un des meilleurs rapports risques/rendements est théoriquement de 20 % pour l'immobilier, 41 % pour les produits de taux, 29 % pour les actions euros et 10 % pour les actions Japon alors qu'aujourd'hui elle est de 2 % immobilier, 50 % produits de taux, 45 % actions euros, 2 % actions US et 1 % actions Japon »*.
- [211] Lors de la séance du 14 septembre 2006, M. PUCHE est remplacé par M. BERCHEM. Ce dernier, dès sa première venue souligne *« la sous représentation des obligations indexées sur l'inflation et enfin il s'étonne de l'importance des fonds diversifiés dans le portefeuille de la CRN considérant que peu de société de gestion savent gérer et piloter avec qualité tant les obligations, les actions que l'allocation d'actifs »*. Alors que M. BERCHEM fait partie de la même société que son prédécesseur, il ne semble pas être sur la même ligne que ce dernier et désapprouve en partie l'allocation retenue. Il ressort que le son de cloche peut être radicalement différent entre deux personnes de la même société. **Ce fait remarquable traduit l'importance et l'influence du conseiller financier.**
- [212] A la séance du 19 octobre 2006, *« Monsieur BERCHEM fait observer que la société HEWITT a pris contact avec les gérants qui ne respectent pas complètement leur cahier des charges afin qu'ils corrigent leur position. Il fait ensuite quelques commentaires sur la gestion de la CRN et la répartition de ses actifs :*

- *très faible diversification géographique du portefeuille action ;*
- *sous-représentation des obligations indexées sur l'inflation ;*
- *la combinaison de mandats généraliste et spécialiste se justifie-t-elle ?*
- *gestion active ou passive pour les différents mandats ;*

[213] [...] Monsieur **BERCHEM** présente alors la démarche d'allocation d'actif qu'il conviendrait de suivre [...]. Monsieur **BERCHEM** précise qu'il faut **d'abord définir les objectifs financiers de la CRN** : quel résultat financier sera jugé comme un succès ou un échec ? Sur quel horizon de temps ? Il propose que ce soit l'atteinte d'un niveau de couverture de 100 % des passifs d'ici 10 ans pour la tranche B et pour la tranche C de disposer d'un niveau d'actifs équivalent à 8 années de paiement de prestations d'ici 10 [...]. Il indique que l'évolution de la démographie, pour une section en réparation pure comme la section C, est l'un des paramètres important à prendre en compte ».

[214] Le 16 novembre **2006**, « Monsieur **BERCHEM** propose, pour la détermination des objectifs d'investissement, de reprendre l'approche présentée lors de la dernière séance, notamment sur le travail de modélisation avec tout d'abord en étape 1, **la construction des différents profils de risque efficients, niveau maximum de rendement espéré pour chaque niveau de risque, puis en étape 2, la détermination du profil de risque optimal** ».

[215] Les recommandations de M. **BERCHEM** resteront lettre morte et, à la séance du 14 décembre 2006, M. **BERCHEM** a été remplacé après seulement trois apparitions.

[216] **Il faut alors attendre la séance du 11 janvier 2011 pour relever des références aux besoins des régimes** : « les administrateurs échangent ensuite sur l'allocation d'actifs de chacune des sections C et B. La section C dispose d'actifs importants alors qu'il s'agit d'un régime en répartition pure. Les administrateurs déplorent que la performance des actifs de la section B soit aussi faible tant pour nos actifs immobiliers que financiers. Cette situation est d'autant plus regrettable que seuls les 2/3 des engagements de la section B sont couverts par des réserves. »

[217] Lors de la séance du 10 mars **2011**, « le directeur indique qu'une démarche d'allocation d'actifs sera engagée au cours du dernier trimestre de l'année comme le prévoit le règlement financier ».

[218] **Il n'est alors pas surprenant que le rapport exigé par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale n'est jamais été rédigé.**

### **3.2. Si en 2006 le consultant de l'époque alerte la commission sur les risques et la conformité réglementaire, le dernier consultant incite la caisse à détenir des placements risqués et que la caisse ne serait pas autorisée à détenir en direct**

[219] La revue des comptes-rendus des commissions des placements témoigne d'une détérioration de la volonté de la caisse de se conformer à la réglementation issue du décret de 2002. Cette volonté tient en grande partie au conseiller financier provenant de la société AON HEWITT.

[220] Le 20 juillet 2006, lors d'une intervention d'un gérant d'OPCVM proposant d'utiliser des produits dérivés pour spéculer au sein de son fonds « le Président **CRESPEL** demande, avant de donner accord à cette proposition, d'examiner les performances d'**IXIS** sur ces types de support. Concernant l'achat de dérivés, Monsieur **PUCHE** indique que la réglementation l'interdit. Le président indique qu'il ne souhaite pas faire de manière indirecte par l'intermédiaire d'un fonds ce qui est interdit de façon directe ». Cet épisode réaffirme le rôle majeur du conseiller financier qui, aux yeux des membres de la commission, est le garant du respect de la réglementation. Sans l'intervention du conseiller, la commission aurait vraisemblablement donné son accord pour la souscription du fonds en question.

- [221] Au cours de la séance du 19 octobre 2006, la commission analyse la possibilité d'un investissement dans un OPCVM dont la gestion est assurée par LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS. « *Monsieur LUC BERCHEM indique le produit a été examiné par la société HEWITT et qu'il déconseille d'investir dans ce fonds compte tenu des prises de risques importantes des gérants, des frais de gestion élevés et enfin qu'il doute qu'à l'avenir ce fonds puisse reconduire les bonnes performances passées.* »
- [222] Comme mentionné *supra*, trois mois plus tard, à la séance du 18 janvier 2007, M. BERCHEM, remercié dans l'intervalle, n'assiste pas à la commission. Au cours de cette séance, le fonds géré par LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS est souscrit pour 5 M€. Le nouveau représentant d'HEWITT, M. DU PENHOAT « *souligne que ce fonds est géré par des professionnels expérimentés, que l'évolution des allocations, mois après mois, est extrêmement variable et a généré des performances robustes avec une faible volatilité depuis l'origine du fonds il y a trois ans. Il indique enfin qu'il serait opportun d'investir dans ce type de produits* ».
- [223] Etonnement, les arguments du précédent représentant d'HEWITT (frais de gestion élevés, prises de risques importantes) ne sont pas repris et les conseils prodigués par le consultant vont particulièrement loin : celui-ci va jusqu'à inciter la caisse à souscrire un fonds particulier.
- [224] Le représentant de la société AON HEWITT est supposé conseiller la caisse dans le respect de la réglementation. Or, il est évident que la caisse ne souhaite pas faire de manière indirecte par l'intermédiaire d'un fonds ce qui est interdit de façon directe selon les mots du Président CRESPEL lors de la séance du 20 juillet 2006.
- [225] **La caisse va ainsi jusqu'à insérer dans la quasi-totalité des conventions de gestions des fonds dédiés une mention citant le décret n°2002-1314 visant à faire respecter les dispositions de ce décret aux investissements logés dans les OPCVM. Pourtant, le dernier représentant de la société AON HEWITT incite la caisse à réaliser des investissements non autorisés de manière directe par le décret de 2002.**

**Réponse de l'organisme :** *Aon Hewitt dresse, tous les mois, pour la commission des placements un panorama des marchés mondiaux et fait quelques commentaires sur chacun des fonds dédiés. En outre, trimestriellement, Aon Hewitt commente le comportement des OPCVM ouverts dans lesquels la CRN a investi. Le cabinet de conseil est amené à suggérer des thématiques d'investissement, cependant, il n'incite pas à investir sur tel ou tel support, ni à prendre des risques ou investir sur un actif qui ne serait pas conforme à la réglementation.*

**Observation de la mission :** *Doublon. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*



26 avril 2007 : Le consultant vente les mérites des **produits structurés** avec une sensibilité proche de 0 en expliquant qu'ils peuvent être classés en obligations.

14 juin 2007 : Il conseille la **gestion alternative**.

19 juillet 2007 : Sur la possibilité de souscrire le BMTN TURQUOISE II avec effet de levier de 200 % et garantie en capital émis par LYXOR, le conseiller déclare que « *LYXOR est une maison sérieuse avec une bonne expérience* » et conclut en affirmant et que ce produit est « *incontestablement intéressant* ». Bien que ne pouvant être contesté, il ressort des entretiens conduits par la mission que cet investissement est aujourd'hui perçu par la CRN comme une erreur au vu des fortes pertes engendrées.

11 juin 2008 : « Cette gestion [fonds VAR 8 de gestion alternative] donne des performances très décevantes depuis plus d'un an compte tenu de **paris sans succès sur la remonté du dollar** » La mission note qu'il est dans les stratégies de la caisse de parier sur la remonté du dollar américain.

11 décembre 2008 : Le représentant d'AON HEWITT propose de souscrire un *tracker* sur le **pétrole**.

9 juillet 2009 : « *Monsieur DU PENHOAT indique que la CRN devrait investir sur les pays émergents* ». Il ne mentionne pas la réglementation interdisant les investissements hors OCDE. Ni les risques associés.

9 octobre 2009 : « *M. MULLER indique que BNP EQUITIES AND DERIVATIVES propose d'ajouter l'or en tant que classe d'actif* ». Le conseiller ne mentionne pas que la détention d'or n'est pas permise directement par le décret de 2002.

10 décembre 2009 : « *Monsieur DU PENHOAT fait ensuite un commentaire sur les émergents et indique que c'est certainement une bonne thématique tant à moyen qu'à long terme. Cependant, il y aura certainement une forte volatilité* ». Le conseiller ne précise pas pourquoi la thématique est si bonne ni en quoi la forte volatilité n'est pas un problème pour la caisse. Il est vrai qu'en absence de politique de placement définissant l'appétence au risque de la caisse, analyser un niveau absolu de volatilité n'est pas aisé.

Même séance : « *les administrateurs décident de créer un fonds dédié diversifié émergent de 40 M€* ».

14 janvier 2010 : Le conseiller indique que « *l'or devient une thématique à examiner [...]* Sur les dix dernières années, l'or a plus que triplé ». Sans s'attarder sur le fait que la détention directe d'or n'est pas permise, on peut se demander en quoi l'argument mis en avant par le conseiller est pertinent. En quoi la détention d'or s'inscrit-elle dans la politique de placement de la caisse et répond aux besoins des régimes en matière de rentabilité et de sécurité ?

16 septembre 2010 : « *Le fonds présenté [par COMMODITIES AM] est investi sur les mines d'or, notamment en Amérique du Nord, Australie et Afrique du sud [hors OCDE]. Les performances de l'année sont de 30 %. [...] Après un large échange de vues, les Administrateurs décident d'investir 2 M€ sur ce fonds avec un objectif d'investir 5 M€ sur ce même fonds avant la fin de l'année si l'évolution est favorable* ».

9 novembre 2010 : « *Monsieur MULLER rappelle qu'il avait été décidé de passer deux ordres d'achat de 10 M€ chacun sur le nouvel indice pétrole DCI à un niveau de 71,10 et 66,10 dollars ; le seuil de revente étant fixé à + 10 % par rapport au niveau d'achat. Les seuils d'achat n'ayant pas été atteints, ces ordres n'ont pas été passés* ». Ces discussions traduisent une vision court termite visant à spéculer sur le cours du pétrole et non pas à investir dans la durée.

11 janvier 2011 : « *Monsieur DU PENHOAT indique que sur le mois de décembre, il fallait être placé sur les pays émergents et sur les matières premières. Les autres domaines ont été très pénalisés* ».

15 juin 2011 : L'investissement dans GLOBAL GOLD PRECIUS (mines d'or) affiche une

performance - 8,9% ce qui « *devient préoccupant* ».

22 septembre 2011 : « en un mois les actifs financiers de la CRN ont fondu de 111 M€, soit un recul de 18 % ». Ce recul est en partie dû au recul du dollar face à l'euro et traduit l'exposition non maîtrisée au **risque de change** par suite des importants investissements réalisés hors de l'union monétaire.

13 octobre 2011 : « *Maître AUBRY indique que l'on est très déçu par la performance des produits sophistiqués tels que les BMTN, ceux-ci ne répondent plus à nos attentes* ». Il est important de noter que cela ne conduit pas à une remise en cause du processus de sélection des produits.

## Annexe 8 : Revue analytique des états détaillés de placement

[242] La CRN a fourni à la mission sous forme de fichiers Excel un état détaillé des placements (EDP) selon le modèle demandé et donnant la situation au 31/12 de chacune des années sous revue. La présente annexe documente l'analyse faite de ces états.

[243] On rappellera au tableau ci-dessous les catégories réglementaires sur lesquelles s'appuient les règles portant sur les placements.

Tableau 23 : Catégories réglementaires

1	Obligations et autres valeurs émises ou garanties : <ul style="list-style-type: none"> <li>• par l'un des Etats partie à l'EEE, ainsi que les titres émis par la CADES</li> <li>• Par un organisme international à caractère public dont un ou plusieurs Etats membres de l'Union européenne font partie ;</li> <li>• Par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics des Etats de l'EEE.</li> </ul>
2	Obligations, parts de fonds communs de créances et titres participatifs admis aux négociations sur un marché reconnu autres que celles ou ceux visés au 1°.
3	Titres de créances négociables d'un an au plus rémunérés à taux fixe ou indexés sur un taux usuel sur les marchés interbancaires, monétaires ou obligataires et émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et dont des titres sont négociés sur un marché reconnu.
4	Bons à moyen terme négociables émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats
5	OPCVM investi en valeurs mentionnées aux 1°, 2°, 3° et 4°
6	Parts de FCPR
7	Actions et titres donnant accès au capital négociés sur un marché reconnu.
8	Actions et parts d'OPCVM autres que celles visées aux 5° et 6°
0	Droits réels immobiliers afférents à des immeubles situés sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE.
10	Parts ou actions des sociétés à objet strictement immobilier ayant leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE,
11	Prêts obtenus ou garantis par l'un des Etats de l'EEE, par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics de l'un des Etats de l'EEE.
12	Prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales ayant leur domicile ou leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE
13	Dépôts

Source : Décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles et de certains régimes spéciaux et modifiant le code de la sécurité sociale et le code de l'aviation civile.

### 1. EVOLUTION GLOBALE DU PORTEFEUILLE

[244] Les règles de gestion retenues par la CRN font qu'il y a peu de différence entre valeur brute comptable, valeur nette comptable et valeur de réalisation. La CRN fait, en fin d'exercice, des « allers et retours » sur les fonds qu'elle détient de sorte qu'il y a peu d'écart entre valeur brute et valeur nette comptable. Elle applique les règles de dépréciations fixées par le PCUOSS de sorte qu'il y a peu de différence entre valeur nette comptable et valeur de réalisation.

Tableau 24 : Evolution du portefeuille (VBC, VNC, VR) (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur brute comptable	1 196,4	1 297,7	1 102,5	1323,3	1446,7	1378,5
Dépréciations	-5,2	-5,3	-13,2	-6	-9,8	-22,8
Valeur nette	1 191,2	1 292,4	1 089,2	1317,3	1436,9	1355,7
Plus values latentes	25,6	22,2	11,2	9	10,4	12,1
Valeur de réalisation	1 216,8	1 314,6	1 100,4	1326,3	1447,3	1367,8

Source : Exploitation des EDP.

[245] La valeur du portefeuille a fortement décliné en 2008 avant de rattraper en 2009 son niveau de 2007, puis de croître en 2010 avant de diminuer à nouveau en 2011.

Graphique 17 : Evolution du portefeuille (VBC, VNC, VR M€)



Source : Exploitation IGAS EDP.

[246] Ce portefeuille voit son *turnover* s'accroître avec le temps, comme le montrent à la fois :

- l'accroissement des achats et des ventes retracée au graphique ci-dessous, et

- celui du ratio  $\frac{\text{achats} + \text{ventes}}{2 \times \text{valeur du portefeuille au 31/12}}$ .

[247] Face à la crise, la caisse a adopté une gestion plus active.

Graphique 18 : Achats et ventes (M€)



Source : Exploitation IGAS EDP.

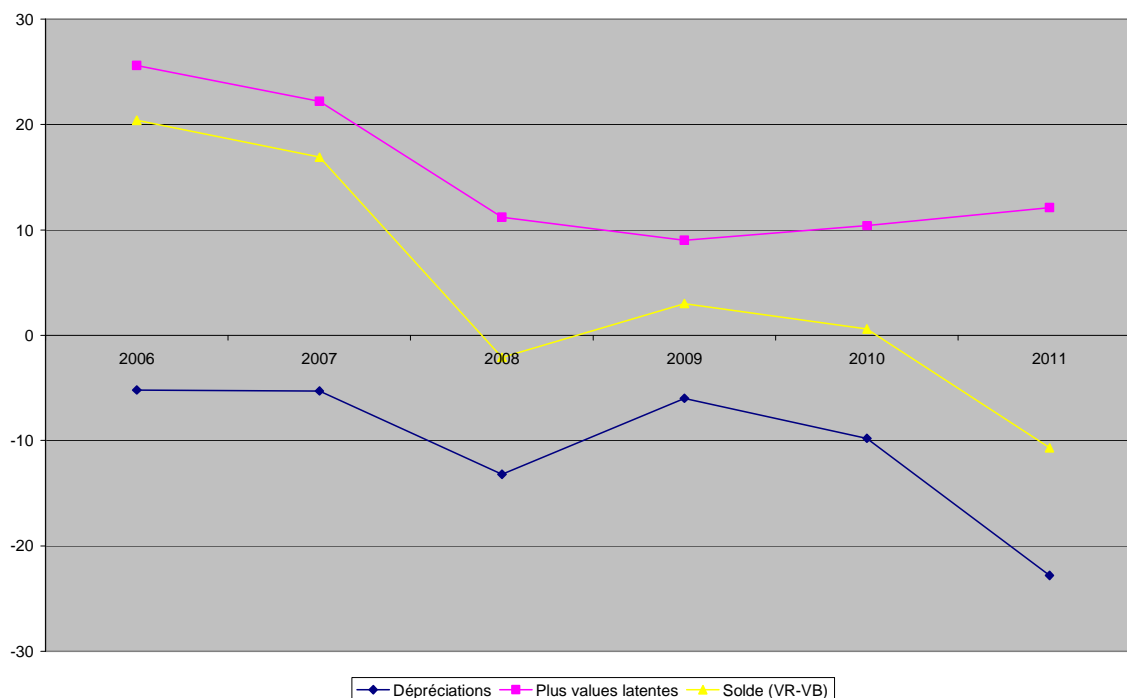
Tableau 25 : Achats ventes et ratio de rotation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Achats	1548,2	1927,1	1620,1	2254,7	2183	2256,1
Ventes	1429,7	1825,7	1815,3	2033,9	2059,5	2324,4
Taux de rotation	1,24	1,45	1,56	1,62	1,47	1,66

Source : Exploitation IGAS EDP.

[248] La crise financière conduit à la fois à des dépréciations plus importantes et à des plus values latentes moindres, de sorte qu'en 2011, pour la première fois sur la période, la valeur de réalisation du portefeuille est inférieure à sa valeur brute comptable.

Graphique 19 : Dépréciations, Plus values latentes, Ecart VR-VBC (M€)



Source : Exploitation IGAS EDP.

## 2. REPARTITION DU PORTEFEUILLE SELON LES CATEGORIES DU DECRET N°2002-1314 ET DE L'AMF

[249] L'analyse de la répartition du portefeuille est faite uniquement en valeur de réalisation compte tenu de la proximité avec les valeurs comptables.

### 2.1. Répartition selon les catégories du décret

Tableau 26 : Portefeuille en valeur de réalisation selon les catégories du décret

M€		2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>1</b>	Obligations souveraines	40	34	25	19	19	14
<b>4</b>	BMTN émis par des personnes morales autres que Etats de l'OCDE	0	93	107	108	132	103
<b>5</b>	OPCVM obligataires	326	249	192	257	215	257
<b>6</b>	FCPR					3	5
<b>7</b>	Actions	65	67	23	42	45	42
<b>8</b>	OPCVM actions	786	872	754	900	1034	947
<b>Total</b>		1217	1315	1100	1326	1447	1368

Source : Exploitation IGAS EDP.

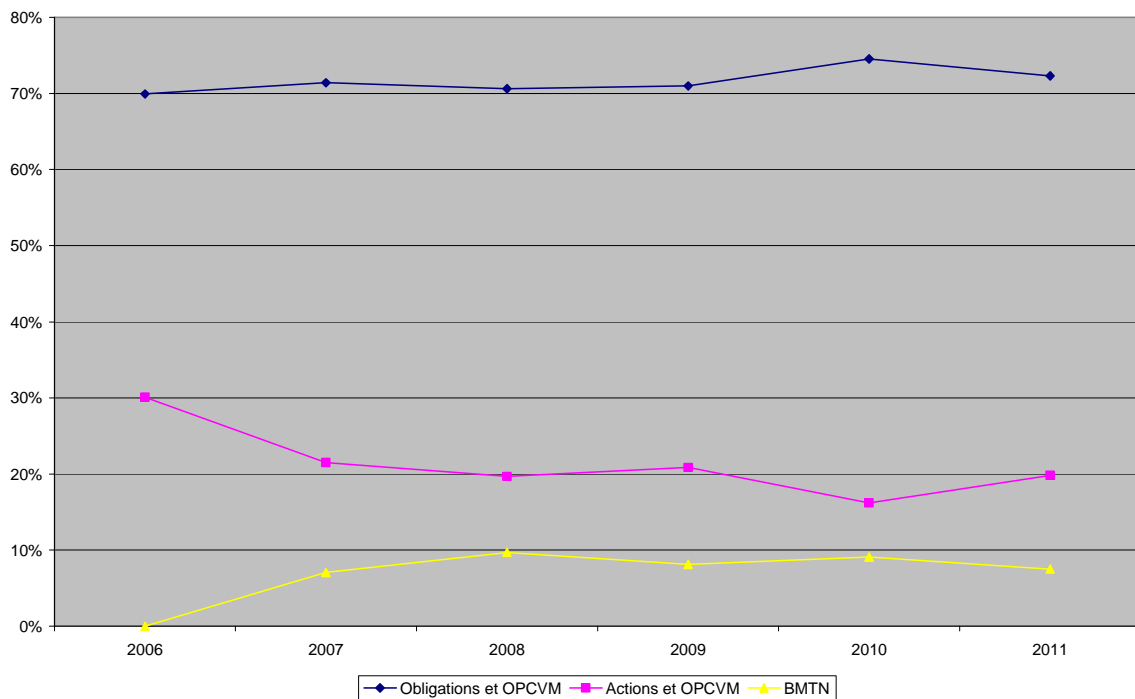
[250] Le portefeuille est essentiellement constitué d'OPCVM actions pour (70 % en 2011) et d'OPCVM obligataires (20 % pour la même année). L'évolution est marquée par la stabilité des actions, une diminution de la part obligataire et, à partir de 2007, un investissement conséquent en BMTN.

Tableau 27 : Répartition du portefeuille selon les catégories du décret

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>1</b>	Obligations souveraines	3 %	3 %	2 %	1 %	1 %	1 %
<b>4</b>	BMTN émis par des personnes morales autres que Etats OCDE	0 %	7 %	10 %	8 %	9 %	8 %
<b>5</b>	OPCVM obligataires	27 %	19 %	17 %	19 %	15 %	19 %
<b>6</b>	FCPR	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
<b>7</b>	Actions	5 %	5 %	2 %	3 %	3 %	3 %
<b>8</b>	OPCVM actions	65 %	66 %	69 %	68 %	71 %	69 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

Graphique 20 : Répartition du portefeuille par catégorie du décret



Source : Exploitation IGAS EDP.

## 2.2. Décomposition par catégories AMF

[251] Outre la nature des actifs selon les catégories du décret la mission a demandé que soit mentionnées dans les EDP les catégories AMF ce qui donne une vision plus précise du contenu du portefeuille .





Tableau 28 : Evolution du portefeuille selon la nature et les catégories AMF (M€)

Nature		Classification AMF	2006	2007	2008	2 009	2010	2011
1	Obligations souveraines		39,9	34,1	24,8	19,4	19,5	14,2
4	BMTN	obligations et titre de créance euros		93,0	106,7	107,8	131,5	102,7
5	OPCVM obligataires							34,3
5		obligations et titre de créance euros	326,1	248,8	191,7	211,9	167,9	46,6
5		diversifiés				45,4	47,1	139,9
5		obligations et titres de créance internationaux						36,4
6	FCPR	actions françaises				0,3	2,5	5,0
7	Actions		64,9	67,3	22,8	41,5	44,9	41,8
8	OPCVM non obligataires		41,2	41,4	24,5	37,2	45,6	54,3
8		actions communauté européenne	22,3	20,9	32,5	17,1	61,6	74,2
8		actions françaises				8,2	8,3	7,5
8		actions internationales	28,2	31,9	28,0	46,2	63,8	48,8
8		actions zone euro	205,0	222,3	131,6	195,2	204,5	155,7
8		diversifiés	413,3	432,0	336,7	401,6	499,6	532,5
8		fonds alternatifs	19,5	60,4	69,8	80,6	82,0	5,0
8		monétaire euros	56,5	47,2	117,8	68,8	13,6	36,0
8		obligations et titre de créance euros		15,4	13,6	45,1	54,8	33,1
		total	1216,8	1314,6	1100,4	1326,3	1447,3	1367,8

Source : Exploitation IGAS EDP.

[252] Le tableau ci-dessous donne la répartition en pourcentage du portefeuille selon les catégories AMF.

Tableau 29 : Portefeuille par catégorie réglementaire et catégorie AMF (%)

Nature		Classification AMF	2006	2007	2008	2 009	2010	2011
1	Obligations souveraines		3,3 %	2,6 %	2,3 %	1,5 %	1,3 %	1,0 %
4	BMTN	obligations et titre de créance euros		7,1 %	9,7 %	8,1 %	9,1 %	7,5 %
5	OPCVM obligataires							2,5 %
5		obligations et titre de créance euros	26,8 %	18,9 %	17,4 %	16,0 %	11,6 %	3,4 %
5		diversifiés				3,4 %	3,3 %	10,2 %
5		obligations et titres de créance internationaux						2,7 %
6	FCPR	actions françaises	0,0 %				0,2 %	0,4 %
7	Actions		5,3 %	5,1 %	2,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
8	OPCVM non obligataires		3,4 %	3,1 %	2,2 %	2,8 %	3,2 %	4,0 %
8		actions communauté européenne	1,8 %	1,6 %	3,0 %	1,3 %	4,3 %	5,4 %
8		actions françaises				0,6 %	0,6 %	0,5 %
8		actions internationales	2,3 %	2,4 %	2,5 %	3,5 %	4,4 %	3,6 %
8		actions zone euro	16,8 %	16,9 %	12,0 %	14,7 %	14,1 %	11,4 %
8		Diversifiés	34,0 %	32,9 %	30,6 %	30,3 %	34,5 %	38,9 %
8		fonds alternatifs	1,6 %	4,6 %	6,3 %	6,1 %	5,7 %	0,4 %
8		monétaire euros	4,6 %	3,6 %	10,7 %	5,2 %	0,9 %	2,6 %
8		obligations et titre de créance euros		1,2 %	1,2 %	3,4 %	3,8 %	2,4 %
		Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

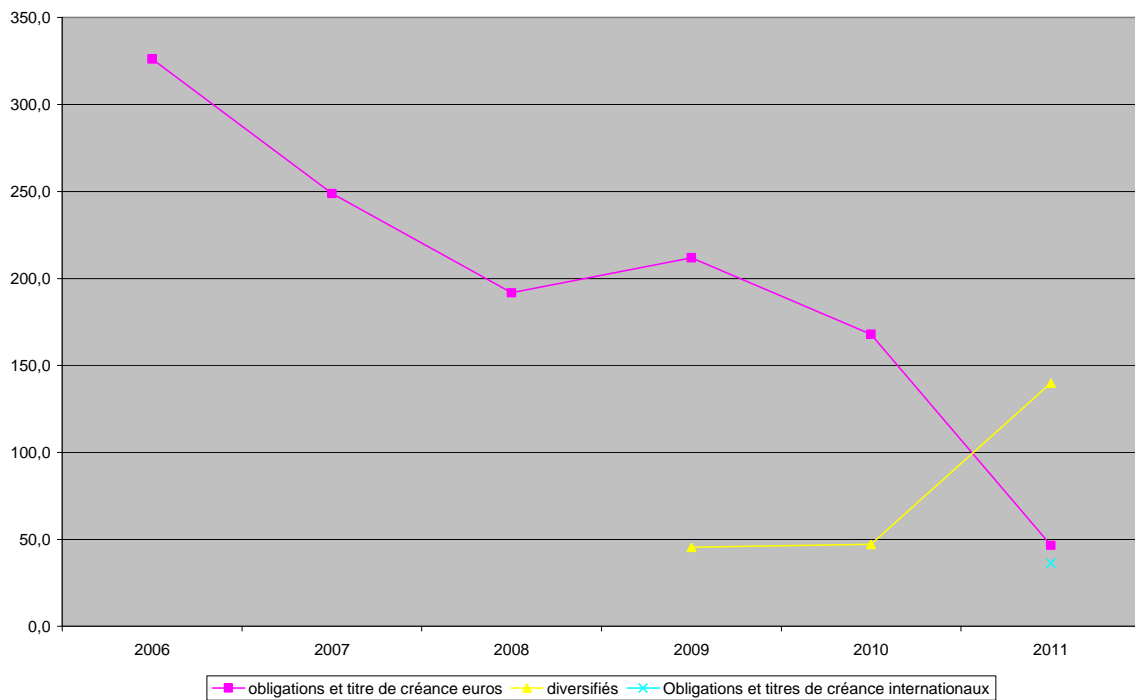
- [253] Cette présentation par catégorie AMF permet de mieux comprendre l'évolution des placements au sein des catégories réglementaires.
- [254] Les obligations détenues en direct sont des obligations souveraines, elles représentent une faible part du portefeuille et ont sensiblement diminué passant de 40 à 14 M€.
- [255] Les fonds obligataires ont évolué avec un transfert des fonds d'obligations et titres de créance en euros vers des fonds diversifiés et l'apparition, en 2011, de fonds d'obligations et de titres de créances internationaux.

Tableau 30 : Evolution des composantes de la catégorie 5 (fonds obligataires)

Classification AMF	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Non fournie						34,3
Obligations et titre de créance euros	326,1	248,8	191,7	211,9	167,9	46,6
Diversifiés				45,4	47,1	139,9
Obligations et titres de créance internationaux						36,4
Total catégorie 5	326,1	248,8	191,7	257,3	215,0	222,8

Source : Exploitation IGAS des EDP.

Graphique 21 : Evolution des composantes de la catégorie 5 (fonds obligataires)



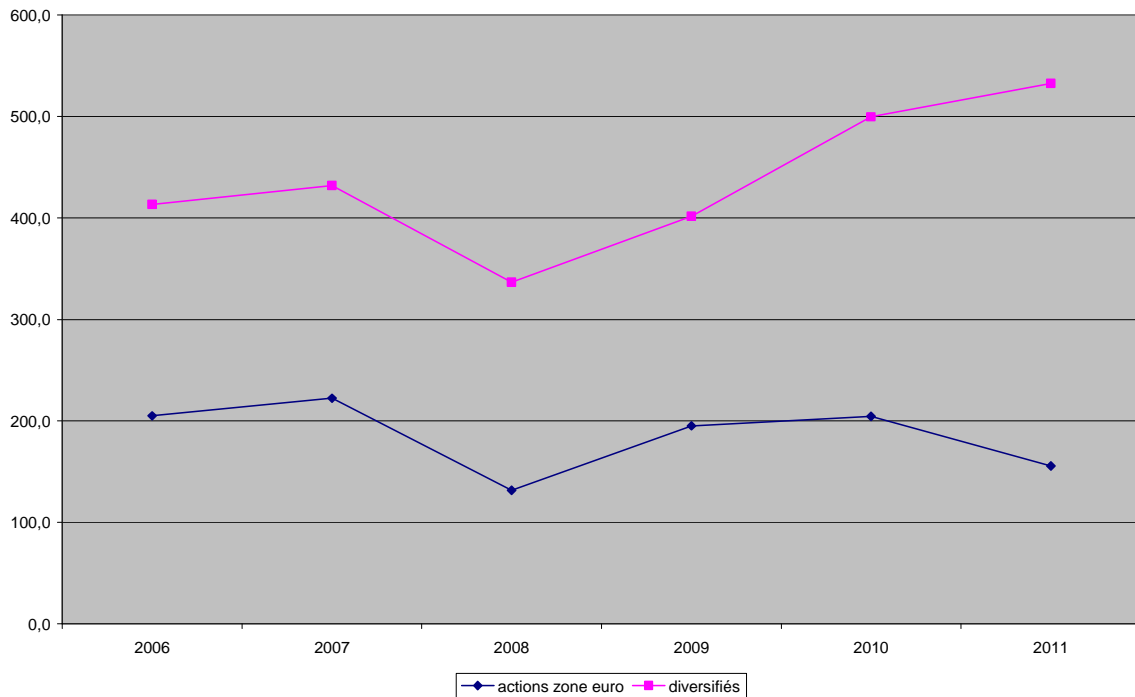
Source : Exploitation IGAS EDP.

- [256] Le portefeuille d'actions détenues en direct a été sensiblement réduit en 2009 avant de remonter en 2010 et 2011.
- [257] S'agissant des OPCVM non obligataires l'essentiel est investi dans des fonds actions de la zone euro et dans des fonds diversifiés. On note, en 2008 et 2009, une augmentation des fonds monétaires et, en 2010 et 2011, des actions de la communauté européennes hors zone euro.

Tableau 31 : Composition des OPCVM non obligataires (M€)

Classification AMF	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Non fournie	41,2	41,4	24,5	37,2	45,6	54,3
Actions communauté européenne	22,3	20,9	32,5	17,1	61,6	74,2
Actions françaises				8,2	8,3	7,5
Actions internationales	28,2	31,9	28,0	46,2	63,8	48,8
Actions zone euro	205,0	222,3	131,6	195,2	204,5	155,7
Diversifiés	413,3	432,0	336,7	401,6	499,6	532,5
Fonds alternatifs	19,5	60,4	69,8	80,6	82,0	5,0
Monétaire euros	56,5	47,2	117,8	68,8	13,6	36,0
Obligations et titre de créance euros		15,4	13,6	45,1	54,8	33,1
Total	786,0	871,5	754,4	900,0	1033,9	947,0

Graphique 22 : Evolution fonds non obligataires actions zone euro et diversifiés (catégorie n°8)



Source : Exploitation IGAS EDP.

### 3. REPARTITION SELON LE MODE DE GESTION : MEME SI ELLE DEMEURE ESSENTIELLE LA PART DES FONDS DEDIES A DECRU

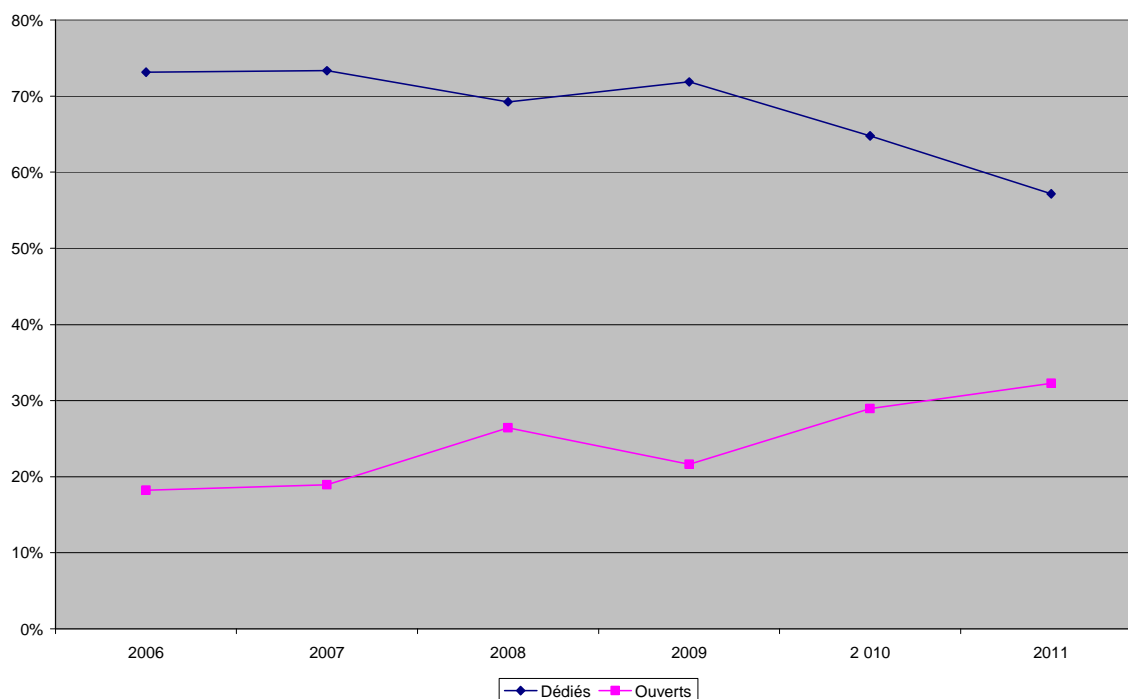
[258] Au regard des sommes gérées, les OPCVM représentent une part primordiale et stable sur la période d'environ 90 %. Par contre, si les fonds dédiés demeurent prédominants, ils voient leur part passer de 73 % en 2006 à 57 % en 2011 tandis que celle des fonds ouverts s'accroît.

Tableau 32 : Répartition des fonds

	2006	2007	2008	2009	2 010	2011
% dédiés	73 %	73 %	69 %	72 %	65 %	57 %
% non dédiés	18 %	19 %	26 %	22 %	29 %	32 %
% OPCVM	91 %	92 %	96 %	94 %	94 %	89 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

Graphique 23 : Part des fonds ouverts et dédiés dans le total des placements



Source : Exploitation IGAS EDP.

[259] Le nombre de fonds s'accroît sensiblement, y compris pour les fonds dédiés qui pourtant recueillent des sommes moins importantes.

Tableau 33 : Nombre de fonds

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Fonds dédiés	14	19	21	22	20	19
Fonds non dédiés	35	43	41	46	44	55
Total	49	62	62	68	64	74

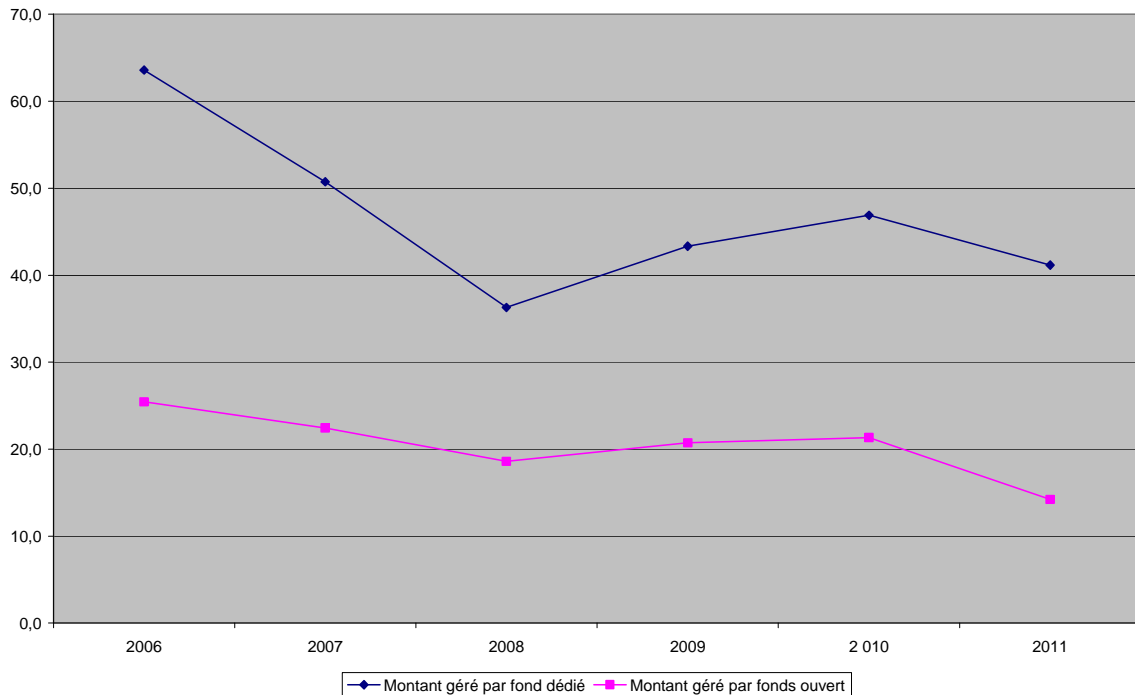
Source : Exploitation IGAS EDP.

Tableau 34 : Montant moyen géré par fonds (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total fonds dédiés	890,0	964,0	762,0	953,1	937,7	781,8
Nombre fonds	14	19	21	22	20	19
Montant par fonds	63,6	50,7	36,3	43,3	46,9	41,1
Total fonds ouverts	222,1	249,2	290,8	312,3	445,2	530,0
Nombre de fonds ouverts	35	43	41	46	44	55
Montant par fonds	25,4	22,4	18,6	20,7	21,3	14,2

Source : Exploitation IGAS EDP.

Graphique 24 : Evolution de la part de la valeur de réalisation selon la taille du fonds



Source : Exploitation IGAS EDP.

#### 4. LA CONCENTRATION DU PORTEFEUILLE A DECRU

[260] A partir des EDP, il est possible de stratifier le portefeuille selon la valeur du titre ou du fonds détenu. Cette analyse montre une diminution de la concentration du portefeuille particulièrement marquée en 2008 mais qui se maintient sur la période par rapport à la situation initiale.

[261] On note toutefois qu'un fonds dépasse jusqu'en 2011 100 M€ et représente à lui seul 10 % de la valeur de réalisation.

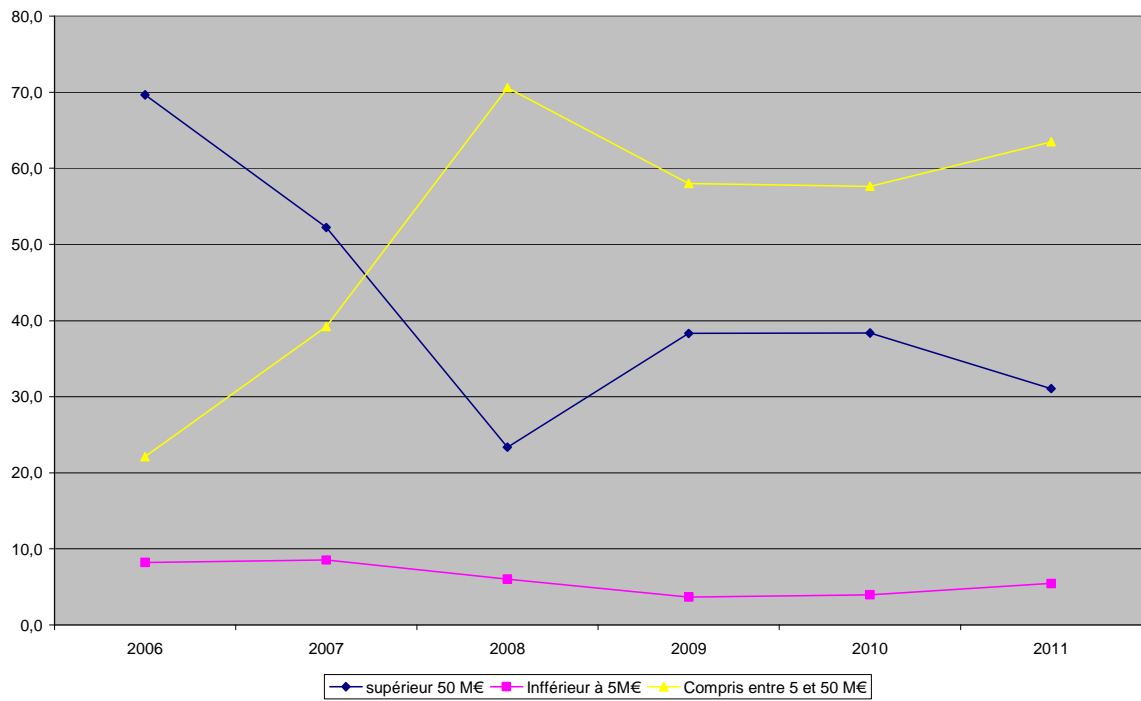
Tableau 35 : Part du portefeuille selon le montant du titre ou du fonds (valeur de réalisation (M€))

De	à	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inférieur à 0,5		1,0	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2
0,5	1	1,5	1,0	1,1	0,7	0,5	0,7
1	5	5,8	6,6	4,5	2,7	3,3	4,5
5	10	6,7	5,7	5,7	7,3	6,7	11,6
10	50	15,4	33,6	64,9	50,7	51,0	51,9
50	100	59,4	42,5	11,5	27,6	28,6	31,1
Supérieur à 100		10,3	9,7	11,9	10,7	9,8	0,0

Source : *Exploitation IGAS EDP. Lecture les titres ou fonds dont le montant est inférieur à 500.000 euros représentent en 2006 1 % du portefeuille en valeur de réalisation et en 2011 1,2 % ; les titres ou fonds dont le montant est compris entre 10 et 50 M€ représentent en 2006 15,4 % du portefeuille en valeur de réalisation et en 2011 51,9 %.*

[262] La part des fonds ou titres inférieurs à 5 M€ diminue depuis un niveau inférieur à 10 % la part de ceux de plus de 50 M€ est passée de 70 % à 30 % de la valeur de réalisation, tandis que celle des fonds compris entre 5 et 50 M€ passe de 0 à plus de 60 %.

Graphique 25 : Evolution part du portefeuille selon le montant du titre ou du fonds (%)



Source : *Exploitation IGAS EDP.*



## Annexe 9 : Analyse juridique et technique des OPCVM dédiés

[263] La gestion financière des réserves de la CRN est marquée par un recours important aux OPCVM. Ceux-ci peuvent être soit dédiés à la CRN, soit ouverts à tout investisseur. Etant donné sa surface financière, la caisse est en mesure de négocier les conditions d'une gestion sur mesure avec les sociétés spécialisées en la matière. De fait, la CRN a largement recours aux OPCVM dédiés.

[264] Afin d'évaluer la pertinence de ce mode de gestion, et compte tenu du nombre important d'OPCVM (71 fonds à fin 2011 dont 16 sont dédiés), la mission s'est attachée à l'examen des documents (prospectus, règlement, convention de gestion, inventaires) décrivant les objectifs, les modes de gestion, les contraintes et le contenu des OPCVM dédiés. Fin 2011, les OPCVM dédiés représentent 58 % de la valeur nette comptable des actifs financiers hors immobilier. Aussi, la mission a retenu dans son échantillon l'ensemble des fonds dédiés.

Tableau 36 : Inventaire des OPCVM dédiés sondés par la mission (M€)

Code ISIN	Désignation du titre	Nom de la contrepartie	Valeur nette
FR0007451257	HOICHE OBLIGATIONS	BNP PARIBAS	91,7
FR0007059969	FDRN AMUNDI	AMUNDI	73,0
FR0007059753	FDRN ODDO	ODDO AM	66,3
FR0010455949	CAZAM BALZAC	AMUNDI AM	65,5
FR0010605832	CRN MANDARINE ACTIONS FCP	MANADRINE GESTION	65,0
FR0007060199	CRN ACROPOLE OC	ACROPOLE AM	62,1
FR0010736603	CRN LFP OBLIG	LA FRANCAISE AM	46,6
FR0010060004	CRN AMUNDI ACTIONS	AMUNDI	42,7
FR0010868372	FDRN Emergents ODDO	ODDO AM	41,4
FR0007003504	HOICHE CONVERTIBLES	BNP PARIBAS	40,4
FR0117593196	BMTN MILLENIUM BNP MASTER	BNP PARIBAS	37,0
FR0011006451	EMTN EPSILON SOGE	SOCIETE GENERALE	32,5
FR0011147461	CRN OPPORTUNITE EUROPEENNE	SCHELCHER	30,4
FR0007059951	FDRN AIM	AXA	29,5
FR0010929752	FDRN-EDRAM FLEXIBLE	E. DE ROTHSCHILD AM	28,2
FR0010517839	FDRN LFP	LA FRANCAISE AM	27,5
FR0010146407	CRN CCR ACTION	UBS	Liquidé
FR0010806901	LYXOR ALPHA Accelerator	LYXOR AM	Liquidé
FR0010525857	FDRN HDF	HDF	Liquidé
	<b>TOTAL</b>		<b>780,0</b>

Source : CRN, Etat détaillé des placements.

[265] Pour mémoire, fin 2011, la valeur nette comptable des placements de la CRN s'élève à 1 476,6 M€.

[266] S'il peut être délicat, voire impossible, pour un investisseur d'avoir une influence sur le prospectus d'un fonds ouvert, il en va tout autrement des fonds dédiés pour lesquels la caisse dispose des marges nécessaires pour imposer ses contraintes. Ce point explique le tropisme de la mission en faveur des fonds dédiés.

Les documents relatifs au fonds dédiés sont conservés à l'agence comptable au sein de trois classeurs. Chacun de ces classeurs correspond à une typologie identifiée par la caisse (actions, obligataires et convertibles, diversifiés) qui peut être distincte de la classification AMF de l'OPCVM.

## 1. LES OPCVM DIVERSIFIES

### 1.1. FCP FDRN-AMUNDI (FR0007059969)

[267] Les éléments suivants figurent dans le dossier :

- La convention de gestion du fonds FDRN SGAM **non datée et non signée** ;
- Les avenants n°1 à 5 à la convention de gestion du fonds FDRN SGAM ;
- Le prospectus complet et le prospectus simplifié de FDRN SGAM ;
- La convention de gestion du fonds FDRN AMUNDI (qui remplace FDRN SGAM) du 15 avril 2011 qui annule et remplace la précédente convention.

[268] Le fonds a été agréé le 23 mai 2001 par l'Autorité des Marchés Financiers et a été créé le 8 juin 2001. Suite à la création d'AMUNDI GROUP, issu du rapprochement des activités de gestion d'actifs des sociétés CREDIT AGRICOLE et SOCIETE GENERALE., la gestion du fonds a été transférée à AMUNDI à effet du 1<sup>er</sup> janvier 2011.

[269] **Les articles de la convention de gestion du fonds FDRN AMUNDI sont représentatifs des « articles types » que l'on retrouve dans la majorité des conventions de gestion de la CRN.**

[270] La convention est conclue pour une durée d'un an renouvelable par tacite reconduction et est peut être dénoncée à tout moment par LRAR. Le préavis est de trois mois pour le gérant du fonds.

[271] La convention prévoit un dispositif de contrôle : *« la Société de Gestion permet, dans le cadre de la gestion du fonds, un contrôle direct et sur place par la CRN ou tout organisme mandaté par ce dernier, pour autant que cet organisme ne soit ni une société de gestion, ni une entité d'un groupe ayant pour filiale une société de gestion »*. *« La CRN doit avoir accès, sur simple demande, à tous les documents afférents à la gestion du Fonds »*. *« Entre autre, cette exigence de transparence s'applique notamment à la possibilité pour la CRN d'avoir accès à tout avis d'opéré afférent à la gestion du fonds, ainsi qu'aux cours de bourse du jour ou les ordres ont été passés »*.

[272] La rémunération est également encadrée par une clause type. Cette rémunération comprend la gestion financière, le coût des informations et comptes tenus. Cette commission est provisionnée à chaque calcul de la valeur liquidative et est prélevée directement sur le compte espèces du fonds. **Elle ne comprend pas les frais liés aux opérations et aux conditions d'intermédiation, la rémunération de la gestion administrative et comptable, les frais de dépositaires, et les honoraires de commissaire aux comptes prélevés en sus sur le compte du fonds.**

[273] Sont interdites les formes de « rémunération indirecte » non négociées, du type :

- courtage hors norme de place ;
- rotation exagérée du portefeuille ;
- marges hors fourchettes sur les taux et prix de marché ;
- mise en portefeuille de titres dont l'évaluation demeure incertaine ;
- rémunération de la partie investie en OPCVM.

- [274] La gestion du fonds s'inscrit dans un horizon à long terme (10 ans), son objectif est « l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes ».
- [275] Règles d'investissement sont mentionnées en annexe. Les points saillants sont les suivants :
- horizon d'investissement supérieur à 5 ans ;
  - l'objectif assigné à la gestion est « *l'optimisation des performances sur l'horizon de gestion prédéfini et dans le cadre des contraintes des gestions et des marges de manœuvres définies dans la présente annexe* » ;
  - **les marges de manœuvre laissées à la gestion sont une exposition actions comprise entre 20 % et 80 % et une exposition aux produits de taux comprise entre 20 % et 80 % du portefeuille ;**
  - le fonds est composé, à hauteur de 80 % au minimum, de valeurs françaises ou étrangères (actions et autres titres donnant accès au capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché officiel organisé des pays participant à l'Espace Economique Européen (EEE) ;
  - pour la partie obligataire, le fonds pourra investir à hauteur de 30 % maximum sur les taux hors zone euro. Les pays concernés sont ceux de l'Espace Economique Européen ainsi que les Etats-Unis d'Amérique, le Canada, l'Australie, la Nouvelle Zélande et le Japon.
  - les valeurs libellées en devises et négociées sur un marché officiel d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds.
  - les pays de l'OCDE autorisés sont les suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, USA, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle Zélande, Pays Bas, Portugal, Slovaquie, République Tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse.
  - les produits de taux émis par des contreparties situés dans l'EEE doivent représenter au moins 20 % de l'actif net du fonds ;
  - des notations minimales sont imposées ;
  - à titre exceptionnel, dans la limite de 2 % de l'actif net, le fonds pourra continuer à détenir des obligations de notation inférieure aux valeurs définies par suite d'une dégradation de la note ;
  - la sensibilité peut évoluer entre 0 et 8 ;
  - en matière de placement actions, sont autorisés : actions, certificats d'investissement, titres participatifs et autres titres en capital, émis par une société dont le siège social est situé dans un pays EEE, cotés sur un marché réglementé d'un pays de l'Union économique et monétaire ;
  - ces titres doivent être libellés en euros et ne doivent pas excéder 80 % de l'actif net du fonds.
- [276] Le risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire avec un maximum autorisé de 10 % de l'actif net du fonds.
- [277] Les placements en produits dérivés sont encadrés et doivent « *être réalisées en conformité avec le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002* ».
- [278] Le recours à des OPCVM est toléré pour la gestion des liquidités dans la limite de 5 % de l'actif net. Il est également permis dans un but de « diversification » dans la limite de 30 %. La part totale des OPCVM ne peut donc excéder 35 % de l'actif net du fonds.
- [279] Les titres dits « *high-yield* » dont la notation est inférieure à BBB- sont limités à 10 % et **les OPCVM de gestion alternative ne sont pas autorisés.**

- [280] En revanche, les contraintes listées *supra* ne s'appliquent pas aux OPCVM détenus qui peuvent pourtant représenter 35 % du fonds. Toutefois, l'annexe 3 de la convention de gestion liste les OPCVM auxquels le gestionnaire peut avoir recours. La mission note que dans cette liste figurent des OPCVM intervenant sur les matières premières.
- [281] En matière de *reporting*, la convention prévoit des communications mensuelles et trimestrielles ainsi que des réunions semestrielles et annuelles.
- [282] Mensuellement, la CRN exige la communication des performances, des allocations par classe d'actifs et leur évolution ainsi qu'un récapitulatif de la stratégie suivi par le fonds.
- [283] Trimestriellement, le gérant doit communiquer sur les performances passées et réaliser un commentaire de la gestion mise en œuvre et des anticipations de la gestion sur les principales classes d'actifs.
- [284] Les réunions semestrielles ont vocation à permettre aux gérants d'exposer leurs résultats, d'expliquer les stratégies suivies, d'analyser les sources de sur ou sous performance et d'exposer leur anticipations. « Ils [doivent mettre] en valeur ce type d'analyse au détriment d'exposés macroéconomiques d'ordre général ».
- [285] Semestriellement et annuellement sont communiqués les situations visées par le commissaire aux comptes, le bilan de fin d'exercice ainsi que les rapports du commissaire aux comptes, le rapport de gestion.
- [286] Contrairement à la convention de l'ancien fonds, les objectifs ne son pas chiffrés. Précédemment, « *l'objectif quantifié [était] de surperformer l'indice de 163 points de base pour une tracking error de 4 soit un ratio d'information de 0,4 en moyenne chaque année* ».

## 1.2. FCP FDRN-ODDO (FR0007059753)

- [287] Les éléments suivants figurent au dossier :
- rapport de gestion du 30 septembre 2011 ;
  - convention du FCP FDRN-ODDO **non datée et non signée** ;
  - avenants à la convention ;
  - prospectus complet du fonds,
  - courriers provenant d'ODDO et Cie ;
  - courriels entre le gérant et le directeur de la caisse.
- [288] Ce fonds crée le 8 juin 2001 prend la forme d'un fonds commun de placement dont la gestion est assurée par ODDO ASSET MANAGMENT.
- [289] La convention de ce FCP s'apparente à la convention type proposée par la CRN. La convention comporte les clauses habituelles relatives à la dénonciation, au contrôle, aux frais et au *reporting*. Les règles d'investissements sont explicitées en annexe n°1.
- [290] L'analyse des conventions des fonds diversifiés de la CRN fait également ressortir l'utilisation d'un indice de référence type « 50 % EUROSTOXX LARGE + 50 % JPM EMU ». Est alors sous-entendue une structure de portefeuille composée à parts égales d'actions et d'obligations.
- [291] L'horizon de placement est de 10 ans et l'objectif assigné à la société de gestion est « *l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes* ».
- [292] L'allocation cible est de 50 % d'actions et de 50 % de produits de taux avec des marges de manœuvre sont de plus ou moins 20 % par classe d'actifs. L'avenant du 4 juin 2009 porte ces marges de manœuvre à 30 %.

- [293] **La création du fonds étant antérieur à la parution du décret 2002-1314 du 25 octobre 2002, la mention « Les investissements sont réalisés en conformité avec le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs salariés des professions non agricoles » a été ajoutée par avenant après la parution texte. Ce qui témoigne de la volonté de la caisse de voir appliquer la réglementation à ses fonds par transparence.**
- [294] Selon la convention, le fonds est principalement composé, à hauteur de 90 % minimum, de valeurs françaises ou étrangères (actions et autres titres donnant accès au capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché officiel organisé des pays participant à l'EEE.
- [295] Les valeurs libellées en devises et négociées sur un marché officiel d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds.
- [296] Les pays de l'OCDE autorisés sont les suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, USA, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle Zélande, ays Bas, Portugal, Slovaquie, République Tchèque, Royaume Uni, Suède et Suisse.
- [297] Les valeurs cotées sur l'EUROLIST (compartiment B et C) ou équivalent dans les pays EEE sont limités à 5 % de l'actif net du fonds.
- [298] Le risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire avec une exposition maximale autorisée de 10 % de l'actif net du fonds.
- [299] La sensibilité doit être comprise entre 0 et 8 ce qui est peu contraignant.
- [300] Les limites en termes de notations sont proches mais distinctes de celles du fonds géré par AMUNDI ce qui traduit un manque de cohérence. Ces niveaux doivent être définis au sein d'une politique de placement et les conventions s'y conformer.
- [301] Le recours à des OPCVM est permis :
- OPCVM pratiquant des commissions de mouvements (< 10 % de l'actif net) ;
  - OPCVM gérés par ODDO AM (< 10 %).
- [302] La somme de ces deux catégories doit représenter moins de 10 %.
- [303] Le prospectus complet du fonds précise le recours aux OPCVM. Les « autres actions ou parts d'OPCVM » peuvent être investis :
- Jusqu'à 100 % de l'actif net en OPCVM indiciels non coordonnés, *trackers* étrangers.
  - Entre 0 et 10 % de l'actif net en : FCPR, OPCVM détenant plus de 10 % d'OPCVM ou de fonds d'investissements, OPCVM nourriciers, OPCVM contractuels.
- Les titres « *high-yield* » sont autorisés dans la limite de 5 % et les OPCVM de gestion alternative interdits.
- [304] **L'énumération des actifs autorisés est suivie par une précision prudente : « les instruments financiers non mentionnés ci-dessus ne sont pas autorisés sauf dérogations expresses de la CRN ».**
- [305] En annexe 3 figure une liste des OPCVM sur lesquels peut être faite une allocation ; liste agréée par la CRN. Les montants des frais de gestion, rétrocessions de commissions et commissions de surperformance y sont indiqués. Cependant, cette liste contient des fonds investissant dans les pays dits « émergents ».

### **1.3. FCP FDRN ODDO EMERGENTS (FR0010868372)**

- [306] Le classeur contient la convention de gestion, ses avenants, le prospectus complet, les *reporting* mensuel du 31 décembre 2011 et 2010 ainsi que des échanges de courriels des 20 et 21 juillet 2011.

- [307] Cet OPCVM géré par ODDO ASSET MANAGEMENT présente la particularité de pouvoir investir la totalité des actifs sous gestion dans d'autres fonds ce qui en fait un « fonds de fonds ». Le gérant investit ainsi dans 18 fonds dont les avoirs sont placés dans des pays dits émergents.
- [308] Une analyse rapide du *reporting* présent dans le dossier appelle plusieurs constats. Le *reporting* permet de suivre les frais maximum que peut percevoir par chaque fonds sous-jacent. Fin 2011, les investissements peuvent être décomposés de la façon suivante (en valeur de réalisation) :
- 13 % de monétaire ;
  - 38 % d'obligations émergents ;
  - 49 % d'actions émergentes.
- [309] La couverture de change est possible (cf. *infra*) mais n'est pas réalisée et les performances sont inférieures à la référence.
- [310] La convention de gestion, **signée mais non datée**, prend effet à la date de création du fonds pour une durée indéterminée et peut être dénoncée dans les conditions habituelles. La convention comporte également les clauses type relatives au contrôle, aux frais et au *reporting*. A noter la présence d'une commission de surperformance de 15 % TTC.
- [311] La gestion du fonds s'inscrit « *sur un horizon de long terme* » (10 ans). L'objectif de gestion est de « *participer à la hausse des marchés obligataires et actions des pays émergents via des investissements en OPCVM et/ou des contrats financiers à terme et d'offrir à long terme un rendement supérieur à celui de l'indicateur de référence composite égal à 50 % du MSCI EQUITY EMERGING MARKET FREE<sup>9</sup> dividendes réinvestis et converti en euros et 50 % du JP MORGAN EMERGING MARKET BOND INDEX GLOBAL<sup>10</sup> (EMBIG) coupons réinvestis et converti en euros* ».
- [312] Le gérant « *met en œuvre une gestion active et discrétionnaire visant à atteindre l'objectif de gestion du fonds et à investir indirectement sur les marchés obligataires et actions des pays émergents par l'utilisation de différentes OPCVM eux-mêmes essentiellement investis sur ces marchés et/ou des contrats financiers à terme* ».
- [313] Le gérant du fonds doit cependant respecter les contraintes d'allocation globale définie ci-après :
- **0 à 80 %** de l'actif du fonds : OPCVM de produits actions de pays émergents de toutes tailles de capitalisation, sans contrainte **particulière sur la répartition sectorielle ou géographique** ;
  - **0 à 100 %** de l'actif du fonds : OPCVM de produits de taux et **convertibles** de pays émergents, de signature **d'Etat ou privé**. Ces OPCVM sont susceptibles d'être investis en titres « **High Yield** » (notation inférieure à BBB-) ou **non coté** dans des proportions variables et, le cas échéant, **jusqu'à 100 % de leur actif**. La fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieure de laquelle cette poche d'actifs est gérée est comprise entre 0 et 10.
  - 0 à 30 % de l'actif du fonds : parts et/ou actions d'OPCVM classés « *Monétaires Euro* ».
- [314] Chaque ligne ne peut représenter plus de 5 % de l'actif du fonds, à l'exception des OPCVM classés « *Monétaires Euro* » et des OPCVM indicieux cotés qui peuvent représenter, par ligne, jusqu'à 10 % de l'actif du fonds.
- [315] Dans la limite d'une fois l'actif du fonds et dans un optique de couverture et/ **ou d'exposition**, le fonds pourra intervenir sur des **instruments financiers** négociés sur les marchés réglementés ou **gré à gré** des pays développés et des pays émergents, y compris sur les marchés de **change**. Le « fonds est exposé au risque de change ».

<sup>9</sup> Indice pondéré par les capitalisations boursières (ajusté du « flottant ») des actions des pays émergents.

<sup>10</sup> Indice des obligations des pays émergents libellés en dollars et émises par des entités souveraines et quasi souveraines.

- [316] L'exposition du fonds aux produits de taux, hors produits monétaires, et aux produits actions, au travers d'OPCVM et/ou d'instruments dérivés, est limitée à 100 % de l'actif net du fonds. L'exposition globale du fonds, tous marchés confondus et produits monétaires inclus, ne peut ainsi se porter à **200 % de l'actif** net du fonds.
- [317] Sur la question des titres dits « *high yield* », le prospectus affiche l'avertissement suivant : « **cet OPCVM doit être considéré comme en partie spéculatif** et s'adressant plus particulièrement à des **investisseurs conscients des risques** inhérents aux investissements dans des titres dont la notation est basse ou inexistante et la liquidité plus réduite. »
- [318] En matière de règles d'investissement, à toutes fins utiles la mission se permet de rappeler que la convention précise que « les investissements sont réalisés en conformité avec le décret **n°2002-1314 du 25 octobre 2002** relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles ».
- [319] Sur la question des pays autorisés, la convention liste les pays dans lesquels les indices de références sont investis. En matière d'investissements de type actions, les pays autorisés sont : **Brésil, Chili, Chine, Colombie, République Tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Corée, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie.**
- [320] En matière de produits de taux, la liste comporte quelques différences (soulignées ci-après) : **Argentine, Belize, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, République Dominicaine, Equateur, Egypte, El Salvador, Gabon, Géorgie, Ghana, Hongrie, Indonésie, Irak, Jamaïque, Kazakhstan, Liban, Malaisie, Mexique, Pakistan, Panama, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Serbie, Afrique du Sud, Sri Lanka, Tunisie, Turquie, Ukraine, Uruguay, Venezuela, Vietnam.**
- [321] **Cependant, la convention précise que les OPCVM peuvent investir dans les actions des pays non inclus dans ces listes, pourtant larges, notamment les pays dits frontaliers tels les pays du Golfe.**
- [322] Les fonds sélectionnés par le gérant du FCP peuvent investir dans des obligations libellées en devises « *fortes (dollar, euro, yen,...)* » ou en **monnaie locale**.
- [323] *Le reporting* demandé par la CRN prévoit, en sus des exigences habituelles, la transmission des prospectus des fonds sous-jacents. Ces derniers sont listés en annexe 3. Cette annexe mentionne également les frais de gestion, les commissions de surperformance, le niveau des rétrocessions de commissions et la devise du fonds.

#### **1.4. FCP FDRN AIM (FR0007059951)**

- [324] Le classeur contient le prospectus complet, la convention et ses avenants ainsi que le *reporting* mensuel transmis fin 2011, 2010 et 2009.
- [325] Le FCP est géré par AXA INVESTMENT MANAGERS (AXA IM) et à vocation à investir dans des OPCVM d'AXA IM. C'est donc un fonds de fonds.
- [326] Seule une **copie** de la convention de gestion, **non datée et non signée**, figure au dossier transmis au Contrôle. Les clauses type (y compris celle traitant de l'indice de référence) sont présentes.
- [327] L'horizon affiché est de 10 ans et l'objectif du fonds est « *l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes* ».
- [328] Contrairement à ce que la mission a pu lire dans les autres conventions, l'objectif est ici quantifié et consiste à « *surperformer l'indice de 200 points de base pour une tracking error de 4 % soit un ratio d'information de 0,5* ».

- [329] Le fonds a vocation à être investi pour moitié en actions et pour moitié en obligations. Les marges de manœuvres laissées autour de cette allocation cible sont de plus ou moins 15 % (25 % par avenant du 5 juin 2009) par classe d'actifs.
- [330] Les actifs du fonds doivent être négociés sur un marché réglementé européen de la zone euro.
- [331] Suite à la publication du décret n°2002-1314, un premier avenant est passé avec prise d'effet au 1<sup>er</sup> mars 2004. l'objet de l'avenant est d'insérer une clause précisant les règles relatives la composition du fonds. A partir de cet avenant, le fonds doit être « *principalement composé, à hauteur de 90 % minimum, de valeurs françaises ou étrangères (actions et autres titres donnant accès au capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché officiel organisé des pays participant à l'EEE* ». « *Les valeurs libellées en devises et négociées sur un marché officiel d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds. Les pays de l'OCDE autorisés sont les suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, USA, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle Zélande, ays Bas, Portugal, Slovaquie, République Tchèque, Royaume Uni, Suède et Suisse.* »
- [332] Le risque de change est limité à 10 % en ligne avec ce prescrit le décret.

### 1.5. FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU (FR0010525857)

- [333] Ce FCP prend la forme juridique d'un OPCVM contractuel et ne fait donc pas l'objet d'un agrément mais d'une déclaration auprès de l'AMF. Le fonds entre dans la classification AMF des OPCVM de fonds alternatifs.
- [334] Il a été créé le 27 septembre 2007 pour 99 ans et prend.
- [335] Le dossier transmis à la mission contient :
- La convention de gestion ;
  - Le *reporting* mensuel fin 2008, 2009 et 2010 ;
  - Des courriels et des courriers dont une demande de liquidation datée du 17 mai 2011.
- [336] La convention de gestion datée du 18 décembre 2007 présente les clauses habituelles examinées *supra*.
- [337] « *Le FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU a pour objectif la rechercher d'une performance absolue compris entre 7 % et 9 % par an sur une période de 5 ans, peu corrélée aux évolutions des marchés financiers, avec une volatilité annuelle moyenne comprise entre 3 % et 5 % sur une période de 5 ans. Le gérant ne peut contracter d'obligation de résultat* ».
- [338] La stratégie d'investissement mise en œuvre est la « *multi-gestion* » et consiste à « *diversifier les risques et à diminuer la volatilité afin d'optimiser le couple rendement/risque* ».
- [339] Le fonds investit « **prioritairement** » ses actifs :
- Dans des OPCVM ou fonds d'investissement de **fonds alternatifs quelles que soient leurs stratégies** d'investissement ainsi que celles de leurs OPCVM et fonds d'investissement sous-jacents ;
  - Dans des OPCVM monétaires.
- [340] Il a particulièrement vocation à investir dans des OPCVM de droit français ou étranger ou des fonds d'investissement de droit étranger gérés en direct ou par délégation par HDF Finance SA.
- [341] Il peut également investir dans des OPCVM monétaires non gérés par HDF Finance SA, dont les actifs sous-jacents ne seront ni des parts de fonds communs de créances ni des titres de dette CDO, MBS, ABS, ABCP.



- [342] « *Les fonds d'investissement de droit étranger pourront ne respecter que quelques uns des critères<sup>11</sup> mentionnés à l'article 411-34 du Règlement Général de l'AMF* ».
- [343] L'OCVM contractuel n'est pas soumis aux règles d'investissement fixées à l'article L. 214-4 du code monétaire et financier.
- [344] **Aucun ratio et aucune limite portant sur les actifs admissibles n'est spécifié. Il en va de même pour ce qui est des ratios d'emprise.**
- [345] Le reporting mensuel est « synthétique » :
- répartition du portefeuille (classes d'actifs, styles de gestion, zones géographiques),
  - performances absolues et relatives,
  - performance de chacun des fonds sous-jacents, performance de l'indice, volatilité de chacun des fonds sous-jacents et, la volatilité du FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU après 52 semaines.
- [346] Le prospectus complet donne des exemples de stratégies :
- **Long/short taux et devises** : « *stratégie consistant à rendre des positions directionnelles sur les devises, les obligations d'Etat et autres produits de taux et leurs dérivés* » ;
  - **Long/short actions** ;
  - **Event driven** : « *stratégie portant sur des titres émis par des entreprises en situation particulière comme par exemple une fusion, une acquisition, une OPA ou OPE, une restructuration,...* » ;
- [347] **Le prospectus confirme la présence du risque de change, la société se réservant la possibilité de procéder à des couvertures.**
- [348] **La mission note qu'étonnamment la convention de gestion omet la référence au décret n°2002-1314. L'allocation géographique présentée dans le reporting ne respecte pas l'exigence de localisation au sein de l'OCDE.**
- [349] **La mission observe également qu'en 2008 le fonds procédait à des arbitrages sur subprime MBS et ABS. Enfin, la perte de 14 % en 2008 témoigne de l'incapacité de la gestion à mettre en œuvre la décorrélation dont elle se vante.**

**Réponse de l'organisme :** *La performance négative du fonds FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU de -14,0% en 2008 est à comparer à celle de l'indice de référence de la CRN sur la même période, soit -21,1%. On peut rappeler que l'indice actions DJES Large reculait sur cette même année de -44,5%. A ce titre, la gestion alternative a permis malgré les risques de liquidité rencontrés sur ces produits de bien résister.*

**Observation de la mission :** *Doubleton. La mission a déjà répondu dans le corps du rapport.*

## **1.6. FCP FDRN LFP (FR0010517839)**

- [350] Bien que classé dans la catégorie des fonds diversifiés, le FCP FDRN LFP dont la gestion est assurée par LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS INVESTISSEMENTS est un fonds de fonds qui met en œuvre des stratégies de gestion alternative.

**Réponse de l'organisme :** *Le prospectus indique que ces stratégies alternatives ne peuvent pas aller au-delà de 10% de l'actif. A fin 2011, FDRN LFP représente 27,5 millions d'euros. Aussi, la part des stratégies alternatives utilisées par le fonds FDRN LFP ne pouvait pas dépasser 2,75 millions d'euros soit 0,21% au maximum du total des actifs consolidés de la CRN.*

<sup>11</sup> Critères 1, 2, 3, et 8 à 13.

**Observation de la mission :** *Ce qui ne contredit pas le paragraphe ci-dessus.*

- [351] Le dossier remis à la mission comprend le *reporting* mensuel des mois de décembre 2007 à 2011, des courriers, la convention de gestion et prospectus complet.
- [352] A noter qu'en tête du *reporting* est portée cette mention (figurant au prospectus): « *l'objectif de gestion consiste à rechercher la performance la plus élevée possible sur un horizon de placement recommandé de 3 ans glissant en saisissant des opportunités, majoritairement sur les marchés de taux et actions* ». Aucune référence n'est faite à une quelconque limite de risque.
- [353] Puisque les *reporting* insiste sur la recherche de la performance « la plus élevée possible », la mission rappelle ici les performances réalisées par ce fonds.

Tableau 37 : Performances du FCP FDRN LFP

2007	2008	2009	2010	2011
-0,7 %	-19,0 %	17,1 %	7,6 %	-9,4 %

Source : *Reporting du fonds.*

- [354] **Les niveaux de performance sont en effet impressionnants tout comme leur volatilité. Malheureusement, les fortes performances négatives ne sont pas en mesure d'être compensées par les fortes performances positives. Ceci conjugué à la propriété de non symétrie des rendements<sup>12</sup> entraîne une baisse plus de 8 % sur la période. A toute fin utile, rappelons que M. BERCHEM, consultant d'HEWITT n'ayant participé qu'à trois séances de la commission des placements avait mis en garde la caisse.**
- [355] Les objectifs de gestion ne sont pas précisément définis par la convention du 28 septembre 2007 et celle-ci renvoie au prospectus.
- [356] Le fonds est investi à titre principal dans des OPCVM représentatifs de classes d'actifs traditionnels (actions, obligations, convertibles et monétaires) et accessoirement dans des fonds appliquant différentes stratégies d'investissement dites « alternatives »

Tableau 38 : Fourchettes d'investissement

	Min	Max
<b>Actions</b>	0 %	65 %
<b>Obligations</b>	35 %	100 %
<b>Alternatif</b>	0 %	10 %

Source : *Convention de gestion.*

- [357] L'investissement en titres émis par des contreparties localisée au sein de l'OCDE est la règle et la part des actions au sens large (y compris la part des obligations convertibles soumise aux fluctuations de ces marchés : le « delta ») est « limitée » à 75 % de l'actif net du fonds.
- [358] L'usage des produits dérivés est soumis à l'obligation de couverture mais ces derniers peuvent être négociés de gré à gré et non uniquement sur un marché réglementé.
- [359] « *Les investissements sont réalisés dans le respect de la réglementation relative aux OPCVM et des règles déontologiques applicables aux sociétés de gestion, ainsi qu'à la réglementation applicable à l'investisseur* ».

<sup>12</sup> Compenser une perte de 19 % telle que celle enregistrée en 2008 nécessite une hausse supérieure à cette valeur. En l'occurrence, une hausse de 23 % aurait été nécessaire.

- [360] Si les clauses type afférentes aux frais de gestion et au *reporting* sont présentes, on peut regretter l'absence de stipulation relative aux modalités de contrôle par la CRN et de référence au décret de 2002.
- [361] Le prospectus est plus précis pour ce qui est de l'objectif de la gestion : « *l'objectif de gestion consiste à **rechercher la performance la plus élevée possible** sur un horizon de placement recommandé de 3 ans glissant en saisissant des opportunités, majoritairement sur les marchés de taux et actions* ». « *La stratégie mise en œuvre est **discrétionnaire***. »
- [362] Si la couverture de change est systématique, la mission note l'absence de contrainte de diversification ou de répartition.
- [363] La mission observe également grâce au *reporting* que le fonds est investi en 2011 dans un OPCVM monétaire dynamique et dans au moins un fonds émergent (pour 7 % de l'actif net).

### 1.7. FCP FDRN EDRAM FLEXIBLE (FR0010929752)

- [364] Ce fonds de fonds diversifié constitué le 10 septembre 2010 est géré par EDMOND DE ROTHSCHILD AM
- [365] Le dossier contient des courriers, des courriels, le *reporting* fin 2011 et 2010 et prospectus complet. **Sont absents du classeur la convention de gestion et ses avenants. La CRN n'a pu produire ces documents et, selon l'agent comptable, « il est possible qu'aucune convention n'ait été signée ». Si juridiquement la convention n'est pas nécessaire à l'engagement de la caisse, l'absence d'un tel document contrevient au règlement financier et démontre la perfectibilité du contrôle interne.**
- [366] Le *reporting* présent fait état de positions sur des titres émis par des contreparties situées dans des pays **émergents** ainsi que d'une position sur l'**or**. Le reporting de décembre 2011 ajoute qu'en matière de devises, « *nous sommes acheteurs sur le dollar canadien et la couronne norvégienne* ». A noter que les meilleures et les plus mauvaises performances sont dues à des produits dérivés.
- [367] Si le dossier ne contient pas de convention de gestion, une lettre (signée) présente dans les grandes lignes les attributs du fonds. L'objectif assigné à la gestion du FCP est de « *maximiser la **performance** sur la durée de placement recommandée à travers une gestion **discrétionnaire** et active en terme d'allocations d'actifs (actions taux secteurs, pays, émetteurs, devises) et dans le respect des contraintes d'investissement définie dans le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002* ».
- [368] **Nonobstant l'absence de considérations en matière de risques dans ces objectifs, la compatibilité de la présence d'or et d'investissement dans les pays émergent avec les dispositions du décret de 2002 n'est pas assurée.**
- [369] En absence de convention, certaines stipulations revêtent un caractère très général. Sur les aspects de *reporting*, la lettre se contente d'affirmer que « *la gestion du FCP fera l'objet de communications périodiques et comprendra les informations suivantes* :
- *Reporting mensuel comprenant **des** données qualitatives et quantitatives,*
  - *Documents d'information réglementaires.*
- [370] *Un comité de gestion sera organisé semestriellement avec le gérant de notre FCP pour examiner la situation du portefeuille, la politique de gestion mise en œuvre et les orientations de la période suivante* ».
- [371] La clause relative aux contrôles possible par la CRN est par conséquent absente.

- [372] Selon le prospectus complet, « *l'objectif du FCP, sur la durée de placement recommandée, visera à surperformer un indice de référence, composé de 50 % de DJ EUROSTOXX LARGE RETRURN, dividendes nets réinvestis et pour 50 % du JP EMU IG BOND INDEX, exprimé en Euros, à travers une gestion **discrétionnaire** et **active** en termes d'allocation d'actifs : actions, taux, secteurs, pays, émetteurs, **devises** ».*
- [373] Le FCP peut être investi jusqu'à 100 % de son actif net en part ou actions d'OPCVM français ou européen coordonnés quelle que soit leur classification, y compris des ETF.
- [374] L'exposition au risque actions détenus par le biais d'OPCVM et/ou par le biais de l'utilisation de contrats financiers peut représenter entre **0 et 70 %** de l'actif net. Le FCP peut également investir entre **0 et 100 %** de son actif net en produits de taux dont la sensibilité est comprise entre **0 et 10**. L'exposition du fonds résultant de l'utilisation de contrats financiers ne doit pas excéder **200 %** de l'actif net.
- [375] Toutefois les titres obligataires doivent est issus d'un Etat membre « *ou assimilé*<sup>13</sup> » de l'Union européenne et les titres de créances doivent être émis par des sociétés ayant leur siège social dans l'OCDE.
- [376] Le risque de change est limité à 10 % mais le rôle des produits dérivés ne se limite pas à la couverture (comme le montre l'inventaire du fonds) et son utilisés dans un but d'exposition.

## 2. LES OPCVM D'OBLIGATIONS ET D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES

### 2.1. FCP CRN LFP OBLIG (FR0010736603)

- [377] Bien que classé dans le dossier réservé aux fonds obligataires, le FCP CRN LFP OBLIG crée rentre dans la catégorie AMF des OPCVM diversifiés.
- [378] Le dossier comprend le *reporting* mensuel des mois de décembre 2009 et 2010, des courriers, la convention de gestion datée du 23 mars 2009 ainsi que le prospectus complet du fonds.
- [379] La convention se distingue de la convention habituelle rencontrée supra. Les objectifs n'y sont pas définis et elle ne prévoit pas de clause de contrôle.
- [380] Les objectifs sont définis dans le prospectus. L'objectif affiché « *est d'obtenir, sur la durée de placement recommandée, une performance supérieure à celle de l'OAT d'échéance 25/10/2015 coupon réinvesti* ». L'indicateur de référence choisi est l'OAT de coupon 3 % et de maturité 25/10/2015.
- [381] La stratégie d'investissement du fonds est **discrétionnaire** et consiste à gérer un portefeuille d'obligations classiques et d'obligations convertibles en actions et titres assimilés ayant une échéance inférieure ou égale à la période d'investissement.
- [382] Le fonds cherche à « *optimiser le taux de rendement actuariel moyen du portefeuille* » à l'échéance de la période d'investissement, en visant une performance supérieure à celle des obligations constituant l'indicateur de référence.
- [383] A l'issue de la période d'investissement, le fonds soit opter soit pour une nouvelle stratégie d'investissement, soit pour la dissolution, soit fera l'objet d'une fusion avec un autre OPCVM après agrément de l'AMF.
- [384] En matière d'univers d'investissement, le fonds peut investir dans des d'OPCVM français ou coordonnés dans la limite de 10 % de l'actif net. La part des obligations classiques est limitée à 70 % et celle des obligations convertibles à 30 %.

---

<sup>13</sup> Cette notion n'est pas définie.

- [385] La maturité des titres doit être inférieure à l'échéance et leur sensibilité soit être comprise entre 0 et 6. Si les titres doivent être libellés en euro, il n'y a en revanche peu de restrictions pour ce qui est de leur notation (« *le fonds pourra investir sans référence à des critères de notation financière particulière* ». La proportion des titres dits « *non investment grade* » ne doit cependant pas franchir le seuil de 15 %
- [386] Le prospectus ne prévoit pas de répartition sectorielle cible ni de limite en la matière. Dès lors, on ne peut s'étonner que fin 2010 le fonds soit composé à 66 % d'obligations émises par des entreprises du secteur financier, ce qui compte tenu du contexte actuel, fait peser un risque de concentration non négligeable sur le FCP.
- [387] Le fonds peut par ailleurs intervenir sur des « *instrument financiers à terme, négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de gré à gré. Dans ce cadre le gérant peut prendre les positions suivantes via des futures, options et ou des swaps, sans recherche de surexposition :*
- *couverture aux risques des marchés actions ;*
  - *couverture ou exposition aux risques des marchés de taux ».*
- [388] L'attention des investisseurs est par ailleurs appelée sur la stratégie de gestion de cet OPCVM « *qui peut être investi en titres spéculatifs, dont la notation est inexistante ou basse et qui sont négociés sur des marchés dont les modalités de fonctionnement, en termes de transparence et de liquidité, peuvent s'écarter sensiblement des standards admis sur les places boursières réglementées européennes.* »

## 2.2. FCP HOCHÉ OBLIGATIONS (FR0007451257)

- [389] La gestion de ce fonds dont la création remonte au 1<sup>er</sup> septembre 1989 est assurée par BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT.
- [390] Le dossier remis à la mission comprend la convention de gestion et ses avenants, le prospectus complet, des courriels et le *reporting* du mois de décembre fin 2011.
- [391] La convention **non datée et non signée**, vraisemblablement conclue le 28 juin 2001 si on se réfère à la date indiquée sur les avenants a été modifiée sept fois par avenant (30/09/2004, 27/04/2007, 03/06/2009, 24/09/2009, 03/05/2010, 09/03/2011, 10/02/2012). Les développements suivants prennent en compte l'ensemble de ces avenants.
- [392] L'objectif de gestion du fond est de construire un portefeuille d'obligations d'émetteurs privés et de les porter jusqu'à échéance 2017, soit un horizon de placement de 5 années depuis la dernière modification.
- [393] **La convention comporte les clauses type, fait référence au décret n°2002-1314 et impose que tout investissement soit réalisé en accord avec ce texte.**
- [394] La convention impose par ailleurs que le fonds soit en permanence investi en obligations, titres de créance ou instruments du marché monétaire français et étrangers négociés sur un marché réglementé des pays participants à l'Union économique et monétaire et libellés en euros.
- [395] Les titres doivent disposer d'une sensibilité comprise entre 0 et 8 et au minimum de la note B-, ce qui les place dans la catégorie habituellement nommée « *junk bonds* » mais cette catégorie est limitée à de 20 % de l'actif du FCP.
- [396] Le fonds se réserve le droit d'investir en OPCVM dans la limite de 10 % de son actif net. Ces OPCVM doivent figurer sur une liste agréée par la CRN et annexée à la convention.
- [397] Concernant les produits dérivés, le fonds peut placer jusqu'à 100 % de son actif sur les marchés financiers à terme fermes et conditionnels réglementés et organisés des pays participants à l'EEE et effectuer des opérations de gré à gré portant sur des instruments financiers à terme sur les marchés de taux et de crédit. Les instruments dérivés sont utilisés afin de :

- « couvrir le portefeuille contre les risques de taux et ou de crédit ;
- **augmenter son exposition aux risques de crédit et ou de taux** ».

[398] Cette dernière stipulation est pour le moins intéressante et sa place a de quoi étonner dans un texte faisant référence au décret de 2002 qui proscrit précisément l'utilisation de produits dérivés émis de gré à gré ou utilisés avec un autre objet que celui de la couverture des risques.

### 2.3. FCP CASAM BALZAC (FR0010455949)

[399] Le dossier du FCP contient les éléments suivants :

- convention de gestion ;
- Prospectus complet ;
- contrats des sous-jacents : HEDGE LOW CORRELATION, BMTN VAR 8, OBLIGATION OPTION CPPI MONEVOL 600) ;
- courriels et courrier ;
- *reporting* des mois de décembre 2008 à 2011 ;
- Documents publicitaires des produits OBLIGATION CREDIT AGRICOLE CIB FS MONEVOL 2018 et SHARPE RATIO LOW CORRELATION 2018.

[400] A l'origine la gestion du fonds était assurée par CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT (CASAM) puis a été transférée à CREDIT AGRICOLE STRUCTURED ASSET MANAGEMENT puis à AMUNDI ASSET MANGMENT.

[401] Ce FCP prend la forme juridique d'un OPCVM contractuel. A ce titre, il n'est pas soumis à l'agrément de l'AMF ni, par conséquent, aux règles applicables aux OPCVM agréés.

[402] La convention de gestion date du 24 avril 2007. Cette dernière ne prévoit pas les clauses type rencontrées plus haut et fait aucunement référence au décret de 2002. Plus précisément, aucun aspect technique n'est prévu par la convention qui renvoie entièrement au prospectus annexé.

[403] Selon le prospectus figurant à l'annexe 2, l'OPCVM est diversifié bien que classé dans le classeur relatif aux obligations. Les états détaillés que la mission a demandés à la caisse font à ce sujet la même erreur en considérant que ce fonds appartient à la catégorie « obligations et titre de créance euros ».

[404] **Le FCP peut investir l'intégralité de son actif en « OPCVM français ou étrangers ou fonds d'investissement » sans qu'il ne soit fait référence à la notion de coordination.**

[405] 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, d'actions, de change et des fonds de gestion alternative* » **ce qui pourrait difficilement être moins précis et laisser plus de marge de manœuvre.**

[406] Le prospectus ajoute d'ailleurs que « *du fait de la variété des stratégies envisagées et de leurs échéances (ou horizons d'investissement), il n'existe pas d'indicateur de référence pertinent pour le fonds* ».

[407] La suite du prospectus se passe de commentaire « **le fonds met en œuvre à tout moment différentes stratégies d'investissement sur toutes classes d'actifs. Ces moteurs de performance sont mis en place de manière discrétionnaire en fonction des opportunités de marchés. Le fonds sera généralement composé d'une somme de plusieurs stratégies, chaque ayant une échéance donnée, qui l'exposent à différents marchés : actions, taux, change, gestion alternative. Toutefois, le fonds se réserve la possibilité d'être exposé à 100 % sur une seule stratégie** ».

- [408] « 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 ».
- [409] Sur la question de l'univers d'investissement, mis à part l'interdiction des produits dérivés tout est permis. A noter que les titres incluant des produits dérivés sont par contre autorisés. Dans ce dernier cas, le recours aux dérivés intégrés peut s'effectuer dans un but de couverture, d'exposition ou d'arbitrage. Le prospectus vise particulièrement les **dérivés de crédit**<sup>14</sup>.
- [410] L'engagement peut être de 110 % de l'actif : « cet engagement sur les instruments financiers à terme sera mesuré par la perte potentiel des instruments financiers à terme utilisés par le fonds, dans un scénario de marché pénalisant ». Autrement dit, si un tel scénario se réalise, la perte peut être de 110 % en cas d'exposition est maximale.
- [411] Le fonds s'accorde également le droit d'investir sur les marchés des matières premières.
- [412] Selon la CRN, ce fonds entre dans la catégorie réglementaire du 4° de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. A savoir, les « bons à moyen terme négociables répondant aux conditions mentionnées à l'article R. 623-5 et émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et dont les titres sont négociés sur un marché reconnu ». A supposer que les EMTN dans lesquels le fonds a investi rentre dans cette catégorie, le fonds lui n'est pas un bon à moyen terme et ne saurait être classé dans cette catégorie.

#### 2.4. FCP HOCHÉ CONVERTIBLE (FR0007003504)

- [413] Ce FCP de droit français est géré par la société BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT depuis le 3 mai 2010. Précédemment, la gestion était assurée par FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT. Créé le 29 juillet 1996, le fonds est classé sous la catégorie des OPCVM diversifiés.
- [414] Au dossier, figurent :
- Les *reportings* de fin d'année (2008 à 2011) ;
  - Un exemple de *reporting* mensuel (décembre 2006) ;
  - Le prospectus complet (prospectus simplifié, note détaillée et règlement) ;
  - La convention de gestion et ses avenants.
- [415] **La convention est datée du 20 mai 2003 et est non signée.**
- [416] La convention reproduit les clauses habituelles vues supra mais ne fait aucunement référence au décret de 2002.
- [417] L'horizon de placement du FCP est de 10 ans et son objectif est « l'optimisation des performances dans le cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes ».
- [418] Des règles d'investissement plus précises sont énoncées à l'annexe n°1.
- [419] Le fonds soit être « principalement » composé d'obligations convertibles européennes négociées sur un marché réglementé français ou européen. Les valeurs non cotées doivent avoir comme actif sous-jacent des actions faisant partie d'un indice européen regroupant de grandes valeurs des marchés cités sous réserve que leur « notation implicite » (définie par la société de gestion), respecte la notation précisée dans la convention de gestion.

---

<sup>14</sup> Comme les *credit default swap* (CDS) par exemple.

- [420] L'univers de gestion doit privilégier l'utilisation d'obligations convertibles dites « mixtes », c'est-à-dire dont la sensibilité au marché actions<sup>15</sup> se situe aux environs de 0,5. Le delta moyen ne doit pas excéder 0,7.
- [421] La sensibilité aux marchés es taux doit quant à elle être comprise entre 1 et 4 et des notations minimales sont précisés.
- [422] **Le degré d'exposition au risque de change « sera laissé à la libre appréciation du gestionnaire dans le cadre de ses responsabilités ».**
- [423] **Dans la limite d'une fois l'actif, le fonds peut intervenir sur des instruments financiers négociés sur les marchés réglementés des pays participant à l'Union européenne. Il n'est pas fait mention de l'objectif poursuivi par l'utilisation de ces produits dérivés. En particulier, l'objectif de couverture n'est pas mentionné.**
- [424] La liste des OPCVM autorisées est annexée à la convention (annexe 3). Ils sont limités à 5 % de l'actif net du fonds.
- [425] L'annexe 2 traite du *reporting* et reproduit la clause type afférente à une exception près : seul le *reporting* mensuel est décrit.
- [426] Par avenant du 29 décembre 2003, la convention est modifiée afin que le portefeuille soit à l'avenir composé à hauteur d'au moins 90 % de titres de taux et/ou d'émetteurs de ces titres ayant obtenu par l'une des deux agences citées des notes minimales. Le portefeuille pourra également être composé jusqu' à 10 % de titres de taux et ou d'émetteurs de ces titres dont la notation sera inférieure à celle indiquée ou sans notation. Ces investissements feront l'objet d'un commentaire spécifique dans le cadre du *reporting* mensuel du fonds.
- [427] Ces taux (90 % de titres ayant une notation supérieur à un seuil et 10 % pouvant ne pas satisfaire cette exigence) seront portés à 85 %-15 % puis à 75 %-25 par avenants du 1<sup>er</sup> avril 2009 et du 21 décembre 2011. **Fin 2011, un quart du portefeuille peut ainsi être investi en titre classés dans al catégorie « speculative grade ».**

## 2.5. FCP CRN ACROPOLE OC (FR0007060199)

- [428] FCP CRN ACROPOLE OC est un fonds commun de placement non coordonné au sens de la directive n°2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilière.
- [429] A l'origine, ce fonds dont la gestion était assurée par EDRAM, était un fonds coordonné pouvant investir moins de 10 % de son actif en OPCVM. En juillet 2010, il est devenu un OPCVM d'OPCVM.
- [430] Le dossier remis à la mission contient :
- le *reporting* fin 2007 à 2011 ;
  - le prospectus complet (versions successives) ;
  - la convention de gestion (versions successives) ;
  - des courriers.

---

<sup>15</sup> Cette sensibilité, le delta, est une valeur comprise entre 0 et 1. Sa signification est la suivante : pour une variation de 1% de la valeur de l'action sous-jacente, la valeur de l'obligation convertible évoluera de  $\text{delta} \times 1\%$ . Cette relation s'entend « toutes choses égales par ailleurs » car les obligations convertibles ne sont pas uniquement sensibles aux prix des actions. Comme toute obligation son prix évolue en fonction de l'évolution des taux et des marges de crédit.



- [431] L'objectif présenté par le *reporting* est de « mettre en œuvre une gestion active des obligations convertibles **internationales** afin de réaliser une **performance** annuelle supérieure à celle de l'indice de référence ». « Le risque de change est couvert ». Mise à part cette référence au risque de change, le *reporting* ne précise aucune limite de risque.
- [432] Un examen rapide du *reporting* permet d'appréhender la constitution du fonds. Ce dernier est composé à hauteur de 60 % par des obligations convertibles « classiques » et à 40 % par des obligations convertibles détenues au travers d'autres fonds d'investissement. Un tiers des titres ne sont pas notés.
- [433] La description ici faite se fonde sur la dernière convention de gestion (28 mars 2011). La structure de la convention est classique et les clauses type sont indiquées **mais aucune référence n'est faite au décret de 2002**. A noter la présence d'un mécanisme dit de « *high water mark* » modifiant la précédente méthodologie de calcul de la commission de surperformance qui conduisait auparavant à prendre une référence maximisant les frais payés à la société de gestion.
- [434] L'horizon d'investissement est de « 3-5 ans » et l'objectif de la gestion est « *l'optimisation des performances sur l'horizon de gestion prédéfini et dans le cadre des contraintes de gestion et des marges de manœuvre définies ci-dessous* ».
- [435] Le fonds est « principalement » composé d'obligations convertibles internationales négociées sur un marché réglementé français **ou étranger**.
- [436] Le risque de change doit être « accessoire » : les devises distinctes de l'euro doivent être couvertes par des opérations de change à terme ou des *swaps* de devises.
- [437] **La part des émetteurs des pays émergents doit toujours être inférieure à 20 % de l'actif du portefeuille.**
- [438] Les produits dérivés sont autorisés dans la limite d'une fois l'actif. Des notations minimales sont mentionnées.
- [439] « Dans un but de diversification de ses placements, le FCP pourra investir dans la limite de 50 % dans des parts ou actions d'OPCVM français, conformes ou non à la directive, ou européen coordonnés, investi, en règle générale, en obligations classiques ou en obligations convertibles, dont la gestion pourra être soit active soit indicielle ».

## 2.6. FCP CRN OPPORTUNITE EUROPEENNE (FR0011147461)

- [440] FCP de droit français a été créé le 2 décembre 2011 et est géré par la société SCHELCHER PRINCE GESTION.
- [441] Le dossier consulté par la mission contient le *reporting* mensuel de mai 2012, le prospectus simplifié et la note détaillée. Aucune convention n'est présente.
- [442] Le prospectus classe ce FCP en fonds « d'obligations et autres titres de créances libellés en euro ».
- [443] Le fonds a pour objectif de « *surperformer, sur la durée de placement recommandée, son indicateur de référence l'EURO MTS 3-5 ans, via la gestion d'un portefeuille d'obligations libellées en euro.* »
- [444] L'OPCVM est en permanence exposé à des titres de taux libellés en euro. Pour réaliser l'objectif de gestion, la stratégie du FCP consiste à gérer « *de façon prudentielle et discrétionnaire* » et en fonction des prévisions micro et macro économiques de la société de gestion et des recommandations de ses analystes crédit, des obligations et autres titres de créances libellés en euros.
- [445] Cependant, des investissements pourront être réalisés sur des titres de créances britanniques et suisses dans la limite de 20 % de l'actif net à condition d'être systématiquement couverts contre le risque de change ou émis en euros.

- [446] Il existe ainsi un risque de change résiduel (maximum 3 %) qui découle d'une couverture imparfaite du portefeuille de titres.
- [447] Ces titres de créances pourront être émis tant par des émetteurs publics que privés. La répartition dette publique/dette privée n'est pas fixée à l'avance et s'effectuera en « fonction des opportunités de marché ».
- [448] La sensibilité du fonds doit être comprise entre 0 et 3,5.
- [449] La part des actions est limitée à 10 % de l'actif net et doit uniquement résulter des suites des conversions d'obligations convertibles. Ces dernières sont limitées à 20 % de l'actif net.
- [450] La dette publique doit être notée « *investment grade* » lors de la souscription. Concernant la dette privée, seule 80 % de celle-ci doit être notée « *investment grade* » lors de l'achat.
- [451] Les produits dérivés sont autorisés dans la limite d'une fois l'actif et doivent être utilisés dans un but de couverture.

### 3. LES OPCVM ACTIONS

#### 3.1. FCP CRN MANDARINE-ACTIONS (FR0010605832)

- [452] Le dossier remis à la mission ne contient pas de convention de gestion. Toutefois sont présents les éléments suivants :
- *reporting* des mois de décembre 2008 à 2011 ;
  - courriels ;
  - prospectus complet.
- [453] D'après le prospectus du fonds, ce FCP de droit français géré par MANDARINE GESTION entre dans la classe des OPCVM actions des pays de la zone euro
- [454] L'objectif de gestion est d'analyser « *les valeurs décotées susceptibles de s'apprécier avec objectif de surperformer l'indice (DJ EUROSTOXX LARGE (RETURNS)) sur 3 années glissantes* ».
- [455] La gestion, de style « *value* », est « *discrétionnaire et de conviction* », autorisant « *une forte autonomie dans le choix des investissements et la concentration du portefeuille sur un nombre restreint de valeurs* ». Le gérant ne s'impose pas de contrainte de répartition géographique, sectorielle ou de taille de capitalisation. L'exposition aux petites capitalisations est réalisée à titre accessoire.
- [456] En termes de localisation, les investissements doivent être réalisés pour 80 % au moins sur les marchés actions de la zone euro et, à titre accessoire, sur les marchés actions de l'OCDE.
- [457] Le fonds peut investir 10 % de son actif en OPCVM français ou européens coordonnés.
- [458] Les produits dérivés sont autorisés dans la limite de 100 % de l'actif afin d'assurer la couverture mais dans également dans le but de **s'exposer** à « des secteurs d'activité, des actions, des **devises** ou des indices de marché ». Les dérivés peuvent être négociés sur des marchés réglementés ou organisés, français ou étranger, ou **de gré à gré**.
- [459] En matière de risque de change, celui inhérent aux investissements libellés en devises autres que l'euro « sera laissé à la libre appréciation du gérant ». Il pourra, selon les circonstances, être couvert ou non et dans ce dernier cas il doit être limité à 10 % de l'actif.

### 3.2. FCP CRN AMUNDI ACTIONS (FR0010060004)

[460] Initialement, le fonds avait été nommé CRN SOGE ACTIONS. Ce fonds, créé en mars 2004, était géré par SOCIETE GENERALE ASSET MANAGEMENT (SGAM). Suite à la création d'AMUNDI GROUP, issu du rapprochement des activités de gestion d'actifs des sociétés CREDIT AGRICOLE et SOCIETE GENERALE, la gestion du fonds a été transférée dans un premier temps à S2G au 31 décembre 2009 puis, dans un second temps, à AMUNDI au 1<sup>er</sup> janvier 2011.

[461] Le dossier remis à la mission comprend :

- le *reporting* à fin 2011 ;
- des courriers ;
- la convention de gestion et ses avenants ;
- le prospectus simplifié.

[462] La convention du 15 avril 2011, postérieure à la cession à AMUNDI, présente la structure type. **Le décret n°2002-1314 n'est pas cité mais ses principes sont repris.**

[463] Le fonds a vocation à être « principalement » composé d'actions, de certificats d'investissement, de titres participatifs et d'autres titres en capital émis par une société dont le siège sociale est situé dans l'un des pays participant à l'Union économique et monétaire, et coté sur un marché réglementé d'un de ces pays. Le fonds peut également investir jusqu'à 10 % de son actif en actions des sociétés des Etats membres de l'OCDE.

[464] Les OPCVM utilisés doivent être agréés et leur liste doit être annexées à la convention. Ils sont utilisés uniquement pour la gestion des liquidités est limitée à 10 % de l'actif net du fonds.

### 3.3. FCP CRN-CCR-ACTIONS (FR0010146407)

[465] Ce fonds dont la gestion est assurée par CCR ASSET MANAGEMENT (UBS) a été créé le 10 décembre 2004.

- le dossier remis à la mission contient :
- le *reporting* fin 2010, 2009, 2008 ;
- des courriers ;
- le rapport du commissaire aux comptes sur les comptes 2008 du FCP ;
- la convention **non signée** et ses avenants ;
- le prospectus complet.

[466] La structure de la convention est celle de la convention type. Le décret de 2002 est cité : « *Les investissements sont réalisés en conformité avec le décret 2002-1314 du 25 octobre 2002* ».

[467] Indice DJ STOXX (return) 600 remplacé par avenant au 1<sup>er</sup> septembre 2009 par le DJ EUROSTOXX Large Return

[468] L'objectif de la gestion est « l'optimisation des performances dans le cadre des contraintes de gestion et des marges de manœuvre définies dans la présente annexe ».

[469] Le fonds a vocation à être composé d'au moins 90 % d'actions et d'autres titres en capital négociés sur un marché officiel organisé des pays participants à l'Espace économique européen.

[470] Les valeurs libellées en devises et négociés sur un marché officiel organisé d'un pays de l'OCDE sont limitées à 10 % de l'actif net du fonds.

[471] Tous les pays de l'OCDE ne sont pas autorisés. Les pays pouvant faire l'objet d'un investissement figurent sur une liste annexée à la convention.

- [472] Le degré d'exposition au risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire « dans le cadre de ses responsabilités » mais est limité à 10 % de l'actif net du FCP. Le risque de change peut être couvert pour tout ou partie par des opérations de change à terme ou de swap de devises.
- [473] Les produits dérivés sont autorisés uniquement à des fins de couverture et ils doivent être négociés sur les marchés réglementés des pays participant à l'Espace économique européen.
- [474] Des notations minimales sont spécifiées.
- [475] Le recours à des OPCVM doit être agréé par la CRN et la liste annexée à la convention. Si des modifications dans la gestion de ces fonds interviennent, les notices d'information doivent être envoyées à la caisse.

#### **4. LES BONS A MOYEN TERME NEGOCIABLES (BMTN) ET LES EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN)**

##### **4.1. BMTN LYXOR**

- [476] Bien que classé parmi les OPCVM, les produits émis par LYXOR AM sont souscrits directement par la caisse et ne sont pas détenus via des FCP ou SICAV.
- [477] Un seul BMTN est ici concerné mais ce dernier a connu des évolutions substantielles au fur et à mesure de l'augmentation des moins values latentes. Plus que des évolutions, des restructurations ont été réalisées par LYXOR et on peut distinguer trois produits successifs.

##### **4.1.1. BMTN GESTION EVOLUTION SUR FONDS TURQUOISE II (FR0112670577)**

- [478] Le dossier remis à la mission contient le contrat relatif à ce produit structuré, son *reporting* mensuel daté de juin 2009, des courriels ainsi que la lettre d'information concernant le fonds « sous-jacent » TURQUOISE II.
- [479] TURQUOISE II est un fonds de gestion alternative (*hedge-fund*). Le produit souscrit par la caisse se présente sous la forme juridique d'un BMTN dont la performance est indexée sur l'évolution de la valeur liquidative du fonds TURQUOISE II.
- [480] La transaction date 25 octobre 2007 avec un départ effectif au 31 octobre de la même année. La maturité du produit est le 10 décembre 2015 (8 ans). Le produit est émis au pair et son capital est garanti
- [481] La gestion permet une exposition avec un effet de levier de 200 % sur la performance du fonds TURQUOISE II CLASSE A. Le levier est financé par un emprunt à taux fixe correspondant au taux EURIBOR 8 ANS constaté à la date de transaction.
- [482] Plus simplement et concrètement, ce produit peut être compris comme une obligation ne versant pas de coupon avant sa maturité (donc pendant 8 années) mais versant à maturité le capital investi ainsi qu'un coupon qui est fonction des performances du fonds TURQUOISE II. En l'espèce, si au bout de 8 années, la performance<sup>16</sup> du fonds TURQUOISE est positive, le souscripteur du BMTN recevra un coupon égal à deux fois cette performance (rapporté au capital investi). En revanche, si la performance est négative, le souscripteur ne reçoit aucun coupon.
- [483] En d'autres termes, si le coupon final ne compense pas le résultat de l'absence du versement des coupons qui auraient pu être reçu en investissant « au taux sans risque » pendant 8 ans, on peut considérer que le produit cause une perte quand bien même il est garanti en capital.

---

<sup>16</sup> Calculée selon une formule précisée au contrat.

- [484] A noter que la formule permettant de calculer les frais de gestion est indexée sur la volatilité du fonds TURQUOISE II. Ces derniers s'établissent ainsi à 18 % de la volatilité annuelle réalisée avec un maximum de 0,375 %.
- [485] Selon le contrat du BMTN, la publication de la valeur du titre n'est que mensuel. Or pour être admissible à la détention par une caisse soumise au décret n°2002-1314 modifié, un BMTN doit satisfaire les cinq conditions cumulatives énoncées à l'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale. Parmi ces conditions se trouve l'obligation de faire l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence. **Ce produit, bien qu'a capital garanti n'est donc pas admissible à la détention.**

#### 4.1.2. BMTN ACCELERATEUR SUR INDICE (FR0010806901)

- [486] Ce BMTN émis le 25 septembre 2009, soit deux ans après le précédent, vient remplacer le BMTN GESTION EVOLUTION SUR FONDS TURQUOISE II.
- [487] La maturité est à présent fixée au 10 décembre 2018 (9 ans) et le sous-jacent n'est plus le *hedge fund* TURQUOISE II mais l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE.
- [488] Le produit a été émis au pair et avec une garantie à en capital de 118,98 % afin de reprendre le niveau de garantie du précédent BMTN. En effet, sous l'effet des moins-values latentes (environ -15 %) du BMTN TURQUOISE II, la somme qui résultait de la vente du produit et investie dans un nouveau BMTN était inférieure à la somme initiale. Garantir en capital (à 100 %) ce nouvel investissement reviendrait alors à constater les pertes. Aussi, afin de compenser ces dernières, la nouvelle garantie en capital est de 118,98 %.
- [489] Tout comme le précédent BMTN, ce dernier ne verse aucun coupon avant sa maturité. A maturité, le porteur reçoit 118,98 % du capital investi ainsi que « 19 fois l'alpha annualisé ». Ce dernier correspond à la différence positive entre la performance finale annualisé de l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE et la performance annualisé de son *benchmark* (EURIBOR 1M) depuis le lancement.

#### 4.1.3. BMTN ACCELERATEUR EPSILON (FR0011006451)

- [490] Au cours de l'année 2011, le BMTN ACCELERATEUR SUR INDICE fera l'objet de plusieurs discussions quant à de possibles restructurations.
- [491] Le dossier remis à la mission comprend trois versions successives du contrat pour un nouveau produit (11 février 2011, 16 mai 2011 et 26 mai 2011). A chaque fois, la structure est similaire.
- [492] Avant la modification du 26 mai 2011, le capital du produit était garanti et la clause de remboursement à terme était la suivante :  $100\% + \text{Lever} \times \max(0; \alpha)$ . La valeur du paramètre « Lever » était de 10,5
- [493] A compter de mai 2011, le produit n'est plus émis sous la forme d'un BMTN mais d'un EMTN et son capital n'est plus garanti. Il est émis le 15 février 2011 sous le pair (95,58 %) et le sous-jacent devient l'indice LYXOR EPSILON SG DEDICATED FUND. La maturité est fixée au 14 février 2019 (8 ans).
- [494] A maturité, si l'alpha est positif, l'investisseur reçoit 100 % de la valeur initialement investie majorée de l'alpha affecté d'un levier de 21. Sinon l'investisseur reçoit 100 % diminué de la chute l'alpha avec un levier de 7. L'alpha correspond à la différence entre la performance annualisée du fonds LYXOR EPSILON SG DEDICATED et le taux de référence retenu : 2,86 %.
- [495] Fin mai 2012, cet EMTN est valorisé à 84,44 %. Fin septembre 2012, la valorisation n'est plus que de 69,14 %.

#### 4.2. **BMTN MILLENIUM BNP MASTER (FR0117593196)**

- [496] Bien que classé dans les classeurs réservés aux fonds dédiés, le BMTN MILLENIUM n'est pas un OPCVM mais un titre structuré détenu en direct par la caisse.
- [497] Le dossier concernant ce produit contient les éléments suivants:
- *reporting* au 2 janvier 2012 ;
  - les termes et condition relatifs au produit ;
  - une valorisation au 31 décembre 2008 réalisée par une société distincte de l'émetteur.
- [498] Ce BMTN a été souscrit par la CRN pour un montant de 30M€ le 22 octobre 2007. Toutefois, le contrat ne prend effet qu'à compter du 30 novembre 2007. La maturité du produit est de 10 ans (30/11/2017).
- [499] Ce produit prend la forme d'un titre de créance et peut être compris comme une obligation ne versant pas de coupon pendant sa durée de vie (10 ans) et dont le remboursement à l'échéance est conditionné par l'évolution des marchés financiers et dépend d'une formule définie au contrat.
- [500] **La formule permettant d'explicitier le montant exact du remboursement final tient en plusieurs lignes et son explication engendrerait des développements d'un niveau de technicité tel que la mission a fait le choix de ne pas la reproduire ici.**
- [501] Cette formule dépendant des marchés financiers par le biais d'un indice. Cet indice, BNP PARIBAS MILLENIUM 10 EUROPE TR, est publié quotidiennement sur Bloomberg. Il résulte de la pondération (variable au cours du temps) de positions prises sur les indices suivants via des contrats à termes (*futures*).

Tableau 39 : Sous jacents de l'indice PARIBAS MILLENIUM 10 EUROPE TR

Sous-jacent de référence	Classe d'actifs
FTSE EPRA NAREIT EUROZONE TR (EUR)	Indice Immobilier européen
DJ EUROSTOXX TR (EUR)	Indice actions européennes
S&P500 TR (USD)	Indice actions américaines
TOPIX TR (JPY)	Indice actions japonaises
HSCEI INDEX TR (HDK)	Indice actions marchés émergents (Chine)
<b>DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED (USD)</b>	<b>Indice matières premières</b>
USDEUR TR	Taux de change dollar euro
EONIA CAITALIZATION INDEX	Indice de capitalisation du taux interbancaire Euro 1 jour

Source : Contrat.

- [502] L'appendice 1 du contrat définit la stratégie suivie par l'indice MILLENIUM. La stratégie consiste à déterminer l'allocation optimale en tenant compte de la performance de chaque classe d'actif, de sa volatilité et de sa corrélation. Cette allocation est revue tous les mois. Par une technique d'optimisation d'allocation sous contraintes, tenant compte de la performance passée, de la volatilité et de la corrélation, l'indice MILLENIUM suit une allocation « optimale » par actif. Le poids dans chaque classe d'actifs peut être positif comme négatif « pour tirer partie des tendances haussières comme baissières ». Par exemple, la stratégie adoptée pourrait consister à vendre (à découvert) l'indice lié aux matières premières ou encore à parier sur la baisse des actions européennes.
- [503] L'allocation doit conduire à un portefeuille dont la volatilité historique sur un an glissant est inférieure à 10 %. A l'exception de l'EONIA<sup>17</sup>, le poids dans chaque actif doit être compris entre 25 % et -25 % pour éviter une trop forte concentration sur un actif. Font exception les indices HSCFI et EPRA ZONE EURO dont le poids dans l'indice ne peut varier de plus de 10 % d'un mois sur l'autre.
- [504] L'allocation obtenue doit être globalement acheteuse : la somme des pondérations, hors EONIA, doit ainsi être comprise entre 0 % et 100 %, certains poids pouvant cependant être négatifs.
- [505] **Le DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED est un indice de matières premières créé par BNP PARIBAS en collaboration avec DIAPASON COMMODITIES MANAGEMENT SA. Il représente un univers de 45 matières premières offrant une exposition sur plusieurs zones géographiques (Europe, Etats-Unis, Asie) et introduit des contrats sur le charbon et l'électricité. La gestion de l'indice est automatique et sans intervention humaine en se fondant sur l'algorithme mentionné ci-dessus.**

---

<sup>17</sup> L'EONIA (*Euro OverNight Index Average*) est le taux de référence quotidien des dépôts interbancaires « en blanc » (c'est-à-dire sans être gagés par des titres) effectués au jour-le-jour dans la zone euro.

Tableau 40 : Composition de l'indice DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED

NOM	POIDS	SECTEUR
NYMEX WTI	12.8%	ENERGIE
NYMEX Natural Gas	11.0%	ENERGIE
ICE Brent	7.7%	ENERGIE
LME Copper	6.7%	METAUX
LME Aluminium	6.1%	METAUX
COMEX Gold	6.0%	METAUX
NYMEX No. 2 Heating Oil	3.9%	ENERGIE
ICE Gas Oil	3.6%	ENERGIE
CME Random Lumber	2.6%	AGRICULTURE
TOCOM Gasoline	2.3%	ENERGIE
CBOT Soybeans	2.3%	AGRICULTURE
CBOT Corn	2.3%	AGRICULTURE
NYMEX RBOB (gasoline blendstock)	2.1%	ENERGIE
NYBOT Sugar #	11 2.1%	AGRICULTURE
CBOT Wheat	1.8%	AGRICULTURE
CME live Cattle	1.8%	AGRICULTURE
LME Zinc	1.7%	METAUX
TOCOM Kerosene	2.6%	ENERGIE
COMEX Silver	1.6%	METAUX
NYBOT Coffee C	1.3%	AGRICULTURE
KCBT Wheat	1.2%	AGRICULTURE
NYBOT cotton #2	1.2%	AGRICULTURE
NYMEX Coal	1.2%	ENERGIE
LME Nickel	1.1%	METAUX
CBOT Soybean Meal	1.1%	AGRICULTURE
NYMEX ClearPort PJM Electricity Futures	1.0%	ENERGIE
CME Lean Hogs	0.9%	AGRICULTURE
TOCOM Rubber	0.8%	AGRICULTURE
TGE Corn	0.7%	AGRICULTURE
CBOT Soybean oil	0.7%	AGRICULTURE
EURONEXT White Sugar	0.7%	AGRICULTURE
CME feeder Cattle	0.7%	AGRICULTURE
TOCOM Platinum	0.9%	METAUX
EURONEXT Cocoa	0.7%	AGRICULTURE
EURONEXT Robusta Coffee 0.6%	0.6%	AGRICULTURE
CBOT Rough Rice 0.6%	0.6%	AGRICULTURE
TGE NGM Soybeans	0.6%	AGRICULTURE
LME Aluminium Alloy	0.5%	METAUX
NYBOT Cocoa	0.5%	AGRICULTURE
LME Lead	0.5%	METAUX
CBOT Ethanol	0.4%	ENERGIE
NYBOT Orange Juice Frozen Concentrate	0.4%	AGRICULTURE

Source : Contrat du BMTN.



[506] Le BMTN MILLENIUM est un titre à capital garanti dont la valorisation est complexe. Une contre-valorisation est réalisée mensuellement par la société SUNGARD. L'article R. 623-5 du code de la sécurité sociale énonce toutefois que cette seconde valorisation doit faire l'objet d'un cours publié au moins une fois tous les quinze jours et tenu à la disposition du public en permanence. **Le BMTN n'est donc pas éligible.**

## Annexe 10 : Anomalies relevées par le dépositaire

[507] La mission a demandé à disposer des données de relevé des anomalies des fonds. Il lui a été donné les relevés pour 10 sociétés de gestion et 17 fonds dédiés et un total de 222 anomalies.

### 1. REPARTITION DES ANOMALIES PAR ANNEES ET PAR FONDS

[508] D'un point de vue général, la tendance est à la diminution du nombre d'anomalies.

Tableau 41 : Répartition par année et par fonds

LIBELLÉ de l'OPCVM	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total	%
FDRN EMERGENTS ODDO				15	16	8	39	18 %
HOICHE CONVERTIBLES	11	12	4	3	5	2	37	17 %
CRN GESTION 01 FCP	14	15					36	16 %
CRN ACROPOLE OC	6	7		1	4	3	21	9 %
HOICHE OBLIGATIONS	2	4	2	7	4		19	9 %
FDRN – ODDO	2	2	3	6	2	2	17	8 %
FDRN AIM	4	7				1	12	5 %
CRN CCR ACTIONS	5	4	5	2			9	4 %
FDRN-BNP PAM			6	2			8	4 %
FDRN LFP			3	2	1	1	7	3 %
CRN LFP OBLIG			2		1	1	4	2 %
CRN HOICHE OBLIG	1		2				3	1 %
FDRN LFP		3					3	1 %
FDRN-HSBC AME FCP			3				3	1 %
CRN-MANDARINE-ACTIONS			1	1			2	1 %
CRN MANDARINE ACTIONS		1					1	0 %
HOICHE ACTIONS			1				1	0 %
TOTAL	45	55	32	39	33	18	222	100 %

Source : Exploitation données CRN.

[509] Cependant, trois fonds concentrent 50 % des anomalies.

### 2. REPARTITION PAR SOCIETE DE GESTION

[510] Trois sociétés de gestion concentrent 68 % des anomalies.

Tableau 42 : Répartition par année et par société de gestion

SOCIÉTÉ DE GESTION	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total	
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	13	16	13	12	9	2	65	29%
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	2	2	3	21	18	10	56	25 %
NATIXIS AM	14	15					29	13 %
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	6	7		1	4	3	21	9 %
CCR ASSET MANAGEMENT	5	4	5	2			16	7 %
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS		3	5	2	2	2	14	6 %
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	4	7				1	12	5 %
AMUNDI	1		2				3	1 %
HALBIS CAPITAL MANAGEMENT FRANCE			3				3	1 %
MANDARINE GESTION		1	1	1			3	1 %
TOTAL	45	55	32	39	33	18	222	100 %

Source : Exploitation données CRN.

### 3. DELAIS DE CLOTURE DES ANOMALIES

- [511] Le délai médian est de 8 jours (on n'utilisera pas le délai moyen en raison de délais très importants).
- [512] On constate un cas où le délai est négatif, en raison vraisemblablement d'une erreur de saisie de la date de clôture : ce point montre que les contrôles opérés sur le suivi sont pour le moins limités puisqu'un délai négatif de -724 jours n'est pas décelé.
- [513] Il existe des anomalies significatives non closes et anciennes à la date de fourniture des données et des délais importants pour des anomalies notables (cf. tableau joint).

### 4. NATURE DES ANOMALIES

- [514] La nature de celles qui ont été non résolues pendant plus de 30 jours est la suivante



Tableau 43 : Nature des anomalies non réglées ou réglées en plus de 30 jours

Société de gestion	Produit	Anomalie	Anomalie	Régularisation	Délai
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE OBLIGATIONS	L'OPCVM est investi dans des titres d'émetteurs notés moins que BBB	04/05/2010	01/03/2011	301
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN - ODDO	L'OPCVM est investi dans des titres d'émetteurs notés moins que BBB	02/05/2010	07/06/2010	36
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS	CRN LFP OBLIG	L'OPCVM est investi sur des obligations de maturité supérieure au 25/10/2015	27/04/2012	15/06/2012	49
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS	CRN LFP OBLIG	L'OPCVM est investi sur des obligations de maturité supérieure au 31/12/2015	09/04/2009	06/07/2009	88
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE CONVERTIBLE	L'OPCVM est investi dans des obligations convertibles non européennes	23/11/2007		1805
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN - ODDO	L'OPCVM intervient sur des marchés n'appartenant pas à l'EEE	18/03/2012	17/04/2012	30
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE OBLIGATIONS	L'OPCVM investit dans des titres intégrant des dérivés alors que sa notice le lui interdit formellement	26/12/2007		1772
NATIXIS AM	CRN GESTION 01 FCP	L'OPCVM investit dans des titres intégrant des dérivés alors que sa notice le lui interdit formellement	18/12/2007	17/01/2008	30
LA FRANÇAISE DES PLACEMENTS	FDRN LFP	L'OPCVM ne doit pas courir de risque de change	30/09/2008	07/11/2008	38
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	La détention d'obligations et TCN est interdite	07/10/2011	17/01/2012	102
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le pourcentage de 10 % de détention d'OPCVM et/ou de fonds d'investissement est dépassé	22/06/2008	17/08/2008	56
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHE OBLIGATIONS	Le pourcentage de 10 % de détention d'OPCVM et/ou de fonds d'investissement est dépassé	20/12/2011	07/02/2012	49
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	FDRN-BNP PAM	Le ratio de 10 % d'investissement dans un autre OPCVM est dépassé	12/07/2009	11/10/2009	91
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur est dépassé	29/07/2012		95
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise sur le passif d'un autre OPCVM est dépassé	20/11/2011	25/03/2012	126
ACROPOLE ASSET MANAGEMENT	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise sur le passif d'un autre OPCVM est dépassé	01/11/2010	30/01/2011	90
ACROPOLE	CRN ACROPOLE OC	Le ratio de 25 % d'emprise sur le passif	23/10/2011	04/12/2011	42

ASSET MANAGEMENT		d'un autre OPCVM est dépassé			
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	12/08/2011	20/09/2011	39
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	30/04/2010	01/06/2010	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	18/06/2010	20/07/2010	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	24/12/2010	25/01/2011	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	05/08/2011	06/09/2011	32
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN EMERGENTS ODDO	Le ratio de 5 % d'investissement dans un autre OPCVM non Monétaire Euro ou coté est dépassé	11/06/2010	12/07/2010	31
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	FDRN-BNP PAM	L'OPCVM ne respecte pas son ratio maximum de détention de parts d'OPCVM	12/07/2009	11/10/2009	91
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	HOCHER CONVERTIBLE	Les comptes de liquidités sont débiteurs	07/12/2007		1791
ODDO ASSET MANAGEMENT S.A.	FDRN ODDO	Les comptes de liquidités sont débiteurs	20/04/2008	01/06/2008	42

Source : Exploitation IGAS données CRN