



Inspection générale  
des affaires sociales

# CONTROLE DES PLACEMENTS DE LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES

## RAPPORT DEFINITIF

Établi par

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Juin 2013 -

RM2012-110P



## Synthèse

L'organisme n'a pas respecté les conditions d'élaboration des réponses. Ses réponses sont redondantes entre la synthèse et le rapport. Elles sont aussi d'une taille bien supérieure à celles faites par la mission. En cas de doublon, les réponses de l'organisme ont, le plus souvent, été reportées dans leur intégralité au regard des observations du rapport qui fondent le constat.

Il est par ailleurs regrettable de constater que de nombreuses réponses ne présentent qu'un lien vague avec les observations formulées pourtant précises et longuement étayées par la mission notamment dans les annexes. Il n'est pas répondu à de nombreux constats. En particulier, et même si la question est importante, il est décevant de constater que les réponses portent, pour une large part, sur les aspects techniques de la modélisation financière dans le but principal de prouver la compétence du cabinet de conseil ayant réalisée la prestation. La présentation de généralités de la théorie financière faite dans ce cadre, n'apporte pas d'informations pertinentes au regard des observations précises faites par la mission.

Ceci étant, bien que la caisse réfute, sans étayer son raisonnement, les observations de la mission, on ne peut que se féliciter des promesses de mise en œuvre des recommandations correspondantes y compris de certaines fortement contestées.

### **1. LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES ASSURE LA GESTION DE TROIS REGIMES ET A CONSTITUE A CE TITRE ENVIRON 1,5 MDS€<sup>1</sup> DE RESERVES**

[1] La caisse de retraite des notaires est une section professionnelle de l'organisation autonome d'assurance vieillesse des professions libérales<sup>2</sup> (OAAVPL), qui se subdivise au total en dix sections professionnelles. Ces 10 sections totalisent plus de 600 000 cotisants auxquels s'ajoutent près de 200 000 allocataires. La CRN, quant à elle, comprend 8 500 cotisants et 6 900 allocataires.

[2] La CRN a été créée en 1949 afin d'assurer la gestion des régimes d'assurance vieillesse obligatoires institués au profit des personnes exerçant la profession de notaire. A ce titre, la caisse assure la gestion des régimes suivants :

- le régime d'assurance vieillesse de base<sup>3</sup> – par délégation de la CNAVPL – commun à toutes les professions libérales (hors avocats);
- le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécifique à la profession<sup>4</sup> divisé en deux sections : la section C (anciennement U et A) et la section B<sup>5</sup> ;
- le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécial aux notaires du ressort des cours d'appel de Colmar et Metz<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> En valeur nette comptable.

<sup>2</sup> Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

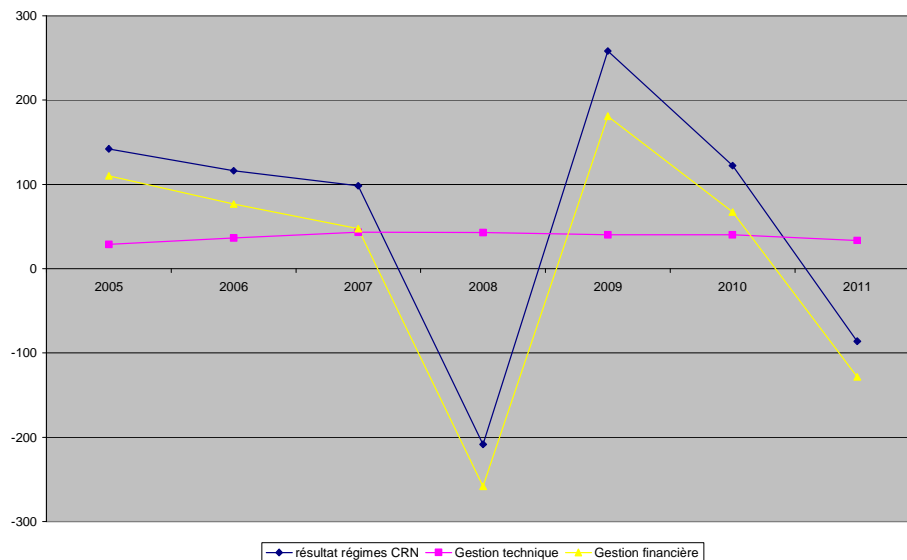
<sup>3</sup> Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

<sup>4</sup> Décret n° 49-578 du 22 avril 1949.

<sup>5</sup> Décret n° 62-502 du 13 avril 1962.

- [3] Selon les statuts de la CRN, bien qu'appartenant au même régime, les sections B et C comportent des comptabilités entièrement séparées et il ne peut y avoir de confusion ou compensation entre elles.
- [4] La gestion la section C est assurée en répartition : les allocations servies sont proportionnelles au nombre et à l'importance des cotisations versées.
- [5] La section B est composée de sept classes de cotisations numérotées 0, 1, 2, 3, 4, 6 et 8 en référence au nombre de points susceptibles d'être acquis. L'inscription dans une des classes de cette section est obligatoire pour les notaires en exercice ; le choix de la classe elle-même étant laissé à l'appréciation du notaire. En ce sens, la fraction de la cotisation supérieure au niveau nécessaire pour cotiser en classe 1 (voire en classe 0) peut être considérée comme facultative<sup>7</sup>.
- [6] La cotisation annuelle est égale au nombre de points multiplié par le coût d'acquisition du point B et est **affectée d'un coefficient d'âge**, fixé lors de l'inscription dans une classe, selon le barème figurant aux statuts. Autrement dit, la valeur du point est uniforme au sein de la section B mais le coût d'acquisition est modulé par l'utilisation d'un coefficient tenant compte de l'âge du notaire lors de son affiliation.
- [7] **Fin 2011, la valeur de réalisation des réserves détenues par la CRN au titre de la section C du régime complémentaire s'établit à 781,6 M€ contre 915,4 M€ au titre de la section B. Le régime complémentaire d'assurance vieillesse concentre l'essentiel des réserves qui sont au total de 1 721 M€**
- [8] Sur le plan comptable, le résultat financier et sa volatilité déterminent dans une large mesure le résultat net.

Graphique 1 : Les résultats par gestion (M€)



Source : *Exploitation des états financiers.*

- [9] Les modes de gestion de la caisse, qui réalise des allers-retours en fin d'année, font qu'il n'y a que très peu de plus ou moins-values latentes. Valeurs comptables et valeurs de réalisation sont ainsi proches. Pour ce qui est des placements immobiliers qui ne font bien évidemment pas l'objet d'allers-retours, les plus-values sont de 212 M€ fin 2011 dont 208 M€ au titre des placements « détenus » par la section B.

<sup>6</sup> Décret n° 51-310 du 3 mars 1951.

<sup>7</sup> En l'absence d'indication, le cotisant est affilié en classe 1.

## 2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT DE LA CRN NI FORMALISEE NI APPUYEE SUR UNE ALLOCATION STRATEGIQUE D'ACTIFS EST QUASI INEXISTANTE

- [10] Selon l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale, le conseil d'administration de la caisse approuve annuellement, après avis d'une commission financière constituée en son sein, un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placement.
- [11] Le code de la sécurité sociale pose le principe de la réalisation d'études actuarielles afin de déterminer lesdites orientations. En effet, le rapport mentionné à l'article R. 623-10-4 doit s'appuyer sur une analyse de l'évolution des marchés financiers au cours des douze derniers mois, au regard des tendances de long terme, et sur l'expertise prévue à l'article R. 623-10-3. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le décret n°2002-1314.
- [12] Ces dispositions réglementaires découlent de considérations relevant de la théorie financière. La définition des objectifs de la détention de réserves est en effet la condition *sine qua non* d'une analyse aboutissant à une allocation stratégique d'actifs. Des régimes distincts présentent des contraintes et des objectifs propres conduisant à des allocations d'actifs particulières et adaptées aux besoins exprimés. Ne pas définir ce qui est attendu des réserves conduit à ne pas appuyer les choix d'investissements sur les besoins des régimes et à les priver des fondements assurant la définition d'un couple rendement-risque cohérent avec ces choix.
- [13] La caisse fait appel aux cabinets WINTER & ASSOCIES et INSTI7 afin de conduire les études nécessaires à l'élaboration de sa politique de placement.
- [14] Les études annuelles conduites par le cabinet de conseil en actuariat WINTER & ASSOCIES ont vocation, d'une part, à évaluer les engagements relatifs aux sections B et C considérées individuellement et, d'autre part, à permettre la mise en place d'indicateurs pertinents dans le cadre du pilotage des sections. Ces études permettent d'appréhender la nature et le montant des engagements à l'horizon 2060 et constituent donc le pré requis à tout investissement.

**Réponse de l'organisme :** *De manière synthétique, on notera que l'analyse distincte de la situation de la section C et de la section B présente un intérêt actuariel net puisque les régimes sont disjoints. De manière macro-économique, il paraît important d'apprécier l'évolution des rendements des deux sections de manière coordonnée, puisque les affiliés des deux régimes sont les mêmes personnes. A ce titre, les effets de compensation entre les deux régimes peuvent logiquement être appréciés lorsque des mesures sont mises en œuvre pour contrôler les pensions des retraités, baisser les rendements, ...etc. Ces éléments méritent peut être d'être appréhendés lors d'une analyse globale des régimes de pension des affiliés de la Caisse de Retraite des Notaires.*

**Observation de la mission :** *Développements qui n'appellent pas de réponse.*

- [15] Les études menées par INSTI7 ont vocation à définir une allocation stratégique d'actifs en s'appuyant sur les travaux menés par le cabinet WINTER & ASSOCIES.
- [16] **Les études actuarielles sur lesquelles se fondent les études visant à définir l'allocation stratégique d'actifs posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes.**

- [17] De ces études, il ressort que la section C présente des réserves particulièrement élevées pour un régime géré selon les principes de la répartition : l'évaluation des engagements et des rendements<sup>8</sup> d'équilibre montre que l'acquisition de points par un affilié dégage par nature un excédent de ressources pour la section, et ce quel que soit l'âge de l'affilié. Les projections en groupe ouvert concluent à une multiplication par trois des réserves à l'horizon 2040.
- [18] **En revanche, la section B, en partie facultative, qui permet l'acquisition de droits individuels gérés « en partie par capitalisation » n'est couverte qu'à 50 % par ses réserves.** Aussi, le conseil d'administration a initié la décroissance du rendement réel, décroissance que le cabinet de conseil préconise de maintenir pendant les dix prochaines années à un rythme soutenu. Le taux 2011 reste toutefois au-dessus de celui qui permettrait d'assurer l'équilibre du régime sur le long terme.
- [19] D'un point de vue théorique, la modélisation financière du cabinet INSTI7 est critiquable et ne définit pas les objectifs que les placements doivent atteindre afin de satisfaire les besoins de financement des régimes. Il est par ailleurs regrettable que l'étude ne permette pas d'appréhender l'appétence au risque censée être définie par la caisse afin de déterminer le profil de risque dont il est pourtant question dans l'étude.

**Réponse de l'organisme :** *D'un point de vue conceptuel, toute modélisation, quelle qu'elle soit, présente des avantages et des inconvénients. Un modèle, de manière générale, est une représentation simplifiée et partielle du monde, qui repose sur un certain nombre d'hypothèses et de paramètres. La modélisation est un compromis entre réalisme et simplicité. Plus un modèle est complexe, plus il devient précis mais moins il en est interprétable. Un « bon modèle » intègre donc seulement les éléments déterminants pour le problème étudié. A ce titre, le cadre de modélisation retenu par Insti7 a la particularité de montrer clairement la sensibilité des projections et des évaluations des rendements et des risques, aux conditions économiques et financières, ainsi qu'aux hypothèses de modélisation retenues. Le cœur de la démarche du cadre d'analyse d'Insti7 vise à s'assurer des résultats les plus robustes possibles, au sens de « les moins sensibles à de petits changements », pour réduire autant que possible les risques traditionnels de la modélisation, appelés « risques de modèle »\*. L'allocation stratégique est obtenue en particulier sur la base d'une approche multi-paradigmes qui vise à obtenir une allocation la moins sensible aux paramètres et conditions d'obtention des résultats. Aussi, les évaluations de risque sont réalisées par plusieurs mesures de risque et méthodes pour assurer la robustesse des analyses.*

**Observation de la mission :** *Ces considérations générales n'appellent pas de réponse et ne répondent pas à l'observation. Toutefois, comme le souligne à juste titre INSTI7 dans la réponse de la caisse à ce rapport, « toute modélisation, quelle qu'elle soit, présente des avantages et des inconvénients ». Aussi, la mission se permet de rappeler que ses observations portent sur la faible mise en perspective de la modélisation au regard de ses limites et de ses « inconvénients » ainsi que sur la légèreté de la documentation des travaux (succession de diapositives PowerPoint non commentées).*

**Réponse de l'organisme :** *Concernant les objectifs que les placements doivent atteindre afin de satisfaire les besoins de financement des régimes, ceux-ci sont clairement spécifiés par la représentation de l'évolution du solde technique et des réserves. La politique suivie vise justement à « caler » l'allocation stratégique sur ces projections du solde technique et des réserves.*

<sup>8</sup> Le taux de rendement visé correspond ici au rapport de la valeur de service du point par sa valeur d'acquisition et non au rendement financiers des actifs.

**Observation de la mission :** *Ces éléments confortent l'analyse de la mission. Il est utile de rappeler que les placements détenus par la caisse à son actif sont représentatifs des réserves portées à son passif. En termes non comptables et dit autrement, placements et réserves se confondent : les réserves représentent le cumul des résultats nets successifs qui sont investis en placements. Lorsque la caisse explique que les objectifs des placements sont déterminés par l'évolution du solde technique et des réserves, son raisonnement est circulaire et fait bien apparaître une carence majeure. Quel est alors l'objectif d'évolution des réserves ?*

**Réponse de l'organisme :** *L'objectif n'est pas ici d'immuniser complètement le passif par une couverture totale, mais bien davantage de présenter une couverture probabiliste « raisonnable » afin d'optimiser le couple rendement-risque des réserves. Enfin, la définition de l'aversion pour le risque\*\* au sens d'Arrow-Pratt n'est pas la plus pertinente dans ce type de modélisation. En effet, contrairement aux analyses traditionnelles moyenne-variance où ce paramètre joue un rôle clé dans la construction des portefeuilles, selon le théorème de séparation des fonds, l'objectif est ici de définir une allocation stratégique d'actifs qui puisse couvrir de manière probabiliste le passif, et ce sur plusieurs horizons. Par ailleurs, la définition de l'aversion pour le risque pose la question difficile de la forme de représentation de la fonction d'utilité indirecte. Si l'aversion au risque est facile à déterminer dans le cadre statique simple uni-périodique d'une fonction quadratique, exponentielle, logarithmique ou puissance, elle l'est beaucoup moins dans le cadre d'une fonction plus générale, dans un cadre dynamique multi-périodique plus général.\* L'analyse du risque de modèle est justement l'objet de travaux de recherche récents par l'équipe de recherche à l'origine de la modélisation proposée par le cabinet Insti7. Ces travaux de recherches sont disponibles sur demande.\*\* Appelée "appétence au risque" dans le document... Nous préférons, si la notion est bien la même, le terme d'aversion pour le risque. Pour mémoire, un agent rationnel n'a aucune appétence pour le risque.*

**Observation de la mission :** *Ces rappels généraux, figurant dans tout bon manuel d'introduction à la finance, n'appellent pas de commentaire. Néanmoins, la mission se félicite que le cabinet de conseil INSTI7 soit en mesure de développer son propos quand cela est nécessaire et l'invite à renouveler l'exercice dans ses futurs écrits à destination de la CRN. Sur le fond, il est attendu que les concepts vagues tels que le caractère « raisonnable » de la couverture probabiliste soient développés et les avantages et inconvénients des réponses apportées soit précisés afin que la caisse soit en mesure de prendre ses décisions en toute connaissance de causes.*

[20] Qui plus est, les recommandations du consultant sont critiquables du fait des larges dérogations permises et de sa prise de positions sur des aspects non modélisés. En effet, les fourchettes encadrant les allocations cibles sont particulièrement importantes si bien qu'il est possible de douter du maintien du couple rendement-risque sur une telle plage de valeurs : quand au sein d'une même classe, la proportion d'actifs peut varier du simple au triple, l'étude menée sur un cas médian (ou particulier) n'est évidemment pas représentative des résultats qui s'obtiendraient au niveau des bornes.

**Réponse de l'organisme :** *Les fourchettes encadrant les allocations cibles font partie intégrante de la modélisation. Elles visent tout d'abord à rendre compatible l'allocation de l'actif avec la structure du passif. Elles permettent ensuite de se prémunir contre les allocations « en coin » auxquelles aboutissent parfois les méthodes d'optimisation et de réduire le risque d'estimation (résultats Jagannathan et Ma, 2003\*). Elles autorisent en outre la modélisation à révéler une certaine structure de préférence. Dans le cas contraire, si aucune liberté n'est donnée au modèle pour « proposer des solutions », la solution « optimale » d'un programme trop contraint sera essentiellement déterminée par les bornes préfixées. Ces fourchettes doivent ainsi rester relativement larges pour ne pas trop contraindre ex ante le résultat de l'optimisation de manière ad hoc. Dès lors, le couple rendement-risque obtenu est bien optimal au sens du paradigme retenu. Par ailleurs, les évaluations des projections des éléments du passif permettent de s'assurer de la bonne adéquation de l'allocation retenue. Ensuite, les équivalences entre les différents portefeuilles au sens statistique du terme sont bien instantanément réalisées, dans le sens où les moyennes et volatilités ne sont pas significativement différentes les unes des autres au seuil de 95%. Enfin, les projections médianes correspondent aux poids optimaux obtenus après optimisation et non aux poids médians des fourchettes. Ce sont les chemins des projections de l'allocation optimisée qui définissent les scénarii médians, optimistes et pessimistes, correspondant aux quantiles des réalisations potentielles des allocations optimales. Ces projections visent ainsi à évaluer les résultats des allocations optimales dans différents scénarii de conditions de marché.\* Jagannathan R. et Ma T. (2003), "Risk reduction in large portfolios: why imposing the wrong constraints helps", *The Journal of Finance* 58, pp. 1651-1683.*

**Observation de la mission :** *Ces éléments ne répondent pas à l'observation formulée. La mission invite la caisse à relire le développement dans le corps du rapport. N'a bien évidemment pas été critiqué le souci de ne pas contraindre ex-ante de manière excessive le modèle. Il est en effet nécessaire de lui laisser une certaine liberté afin de ne pas lui « souffler la solution » et de permettre à l'optimisation mathématique d'être réalisée. L'observation de la mission porte sur les fourchettes encadrant l'allocation stratégique ex-post. Une fois l'allocation déterminée, il est nécessaire d'établir des fourchettes encadrant les différentes proportions d'actifs afin de permettre des marges de manœuvre dans le pilotage. Si, par continuité, en s'écartant légèrement de l'allocation cible, les résultats en termes de rendement et de risques attendus restent valides, il est évident que les résultats attendus d'une allocation substantiellement différente seront également significativement distincts. La détermination de ces fourchettes relève de la politique de placement éclairée à l'aune des conclusions de la modélisation financière. Observation maintenue.*

[21] Les quatre classes d'actifs retenues par l'étude appellent elles aussi plusieurs observations. Leur faible nombre et l'absence de segmentations plus fines contrastent avec la réalité du portefeuille de la CRN. **Pourtant, le cabinet INSTI7 émet des recommandations concernant les produits structurés, l'investissement en *private equity* ou la diversification géographique hors zone euro alors que les études ne prennent pas en compte la modélisation de ces sujets.**



**Réponse de l'organisme :** *Le processus de modélisation consiste d'une part à définir des profils de risque à partir des grandes classes d'actifs, et ce sur un historique très long, à savoir des profils stratégiques, et à proposer d'autre part une allocation répliquant (au sens de la réplique statistique contrainte) sur plus courte période la stratégie retenue avec un nombre de sous classes d'actifs plus large. La première étape vise à définir ce qui est acceptable ou pas en termes de caractéristiques de performances et de risques. Les quatre classes d'actifs retenues pour l'allocation stratégique ont l'avantage d'offrir des historiques relativement longs, à savoir plusieurs décennies, couvrant plusieurs régimes économiques et financiers, de type récession, inflation, croissance stable, crises financières, etc. Cela permet de disposer en outre sur ces classes d'actifs de caractéristiques particulièrement riches en termes de risques, de rendements et de corrélations. Ce point est d'autant plus important que des projections à des horizons pluriannuels sont ensuite réalisées sur la base de ces caractéristiques. Les projections présentées reposent bien sur l'allocation stratégique définie sur ces quatre grandes classes d'actifs. Ces dernières représentent ainsi un panel assez large de couples rendement-risque, du monétaire aux actions. La seconde étape vise à définir les recommandations sur les « sous-classes d'actifs » telles que le private equity ou les allocations régionales. Elles sont les conséquences de l'application directe de l'allocation stratégique à portefeuille plus diversifié. Il s'agit alors de « répliquer » ou reproduire les caractéristiques des différentes allocations retenues, par minimisation sous contrainte des carrés des différences entre le portefeuille défini à la première étape et celui qui résulterait d'un placement sur un panel plus large de classes d'actifs. Ainsi, les couples rendement-risque de chaque sous-classe d'actifs sont cohérents avec ceux des grandes classes d'actifs qui définissent l'allocation stratégique présentée et sur lesquelles les projections sont réalisées, le critère de minimisation étant plus sévère qu'une simple reproduction des moments. Cet aspect méthodologique permet d'éviter de construire des projections pluriannuelles à partir de sous-classes d'actifs dont les historiques sont malheureusement très courts et dont les caractéristiques statistiques disponibles demeurent peu fiables.*

**Observation de la mission :** *La réponse suggère que les recommandations formulées par le cabinet de conseil ayant trait aux sous-classes d'actifs se fondent sur une réplique associée à une optimisation sous contraintes. Les documents et explications fournis à la mission ne laissent pas entrevoir un tel processus. La mission invite le cabinet de conseil à expliciter sa démarche dans les futurs documents qu'il élaborera à destination de la CRN. Certains actifs mentionnés par la mission tels que les produits structurés complexes, l'or, le pétrole, les dérivés sur matières premières agricoles sont difficilement intégrables à une telle modélisation. Pourtant, le cabinet de conseil se permet des recommandations dont les fondements ne sont pas évidents et, en l'état actuel, pas justifiés. Observation maintenue.*

[22] En matière de politique de placement, il n'est pas possible de considérer que **le règlement financier de la caisse définit ladite politique**. L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale dispose que le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base et section professionnelle élabore un règlement financier. Ce règlement financier doit comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie.

**Réponse de l'organisme :** *Le règlement financier de la CRN, comprenant la charte de gestion, le cahier des procédures opérationnelles et le code de déontologie, a été élaboré conformément au décret 2002-1314 du 25 octobre 2002. Il a été transmis à la Tutelle qui l'a validé.*

**Observation de la mission :** *La réponse de l'organisme faite suite à l'observation 22 est une affirmation qui ne contredit pas le caractère vague du document en question auquel fait référence l'observation 23 ni les observations faites dans le rapport. L'approbation de la tutelle n'exonère pas l'organisme de ses responsabilités. Observation maintenue.*

- [23] Toutefois, le règlement financier ne répond que partiellement aux obligations fixées par le décret n°2002-1314 modifié dans la mesure où son contenu, généralement trop vague, ne permet pas de définir précisément la politique de placement de la caisse. Nonobstant le non respect des exigences du code de la sécurité sociale en la matière, la rédaction d'un document empreint d'une telle généralité ne peut se concevoir que s'il est complété par un document ayant vocation à décliner les modalités d'application des principes énoncés. Or, à la date du contrôle, un tel document n'existe pas. Si le rapport mentionné par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale<sup>9</sup> pourrait être considéré comme un commencement de politique de placement, ce dernier n'a jamais été produit bien que ledit article en impose une rédaction annuelle.

**Réponse de l'organisme :** *Le Règlement Financier a été validé par la Tutelle en 2003, date de sa réalisation. Conformément aux recommandations de la mission mais également dans le cadre de la réforme prévue du décret n°1314 du 25 octobre 2002, la CRN va établir un nouveau règlement financier plus précis en matière d'actifs autorisés, de mesure et de définition de risques accompagnée d'une allocation stratégique d'actifs par section. En outre, la gestion immobilière sera intégrée dans ce règlement financier. Néanmoins, la CRN a prévu, afin de répondre aux observations de la mission, de présenter lors d'un Conseil d'Administration, un rapport financier intitulé « Rapport sur les orientations générales de la politique de placements » Ce dernier sera composé d'un bilan précis et détaillé de l'exercice écoulé.*

**Observation de la mission :** *La répétition de la validation par la tutelle déjà mentionnée en réponse à l'observation 22 appelle la même réponse. Il apparaît paradoxal de contester le constat et de mettre en œuvre les recommandations (ce que la mission note avec satisfaction). Observation maintenue.*

- [24] **Considérant l'absence du rapport mentionné à l'article R. 623-10-4 et au règlement financier fixant l'allocation stratégique d'actifs et la formulation particulièrement générale du règlement financier, on ne peut considérer que la CRN dispose d'une politique de placement formalisée et précise.**

**Réponse de l'organisme :** *Néanmoins, lorsque la mission attire l'attention de la CRN (§ 191) sur le fait que les objectifs de la gestion financière, sont mal ou peu définis, les conséquences de cette imprécision doivent être nuancées. En effet, le montant des réserves de la section C au 31 décembre 2011 (hors plus values latentes) correspond à 8,5 années de prestations de la section C et celui de la section B correspond à 10,65 années de prestations. En outre, même si le résultat technique de la section B est légèrement négatif depuis 2008, ceux de la section C et du régime de Colmar et Metz sont quant à eux encore très largement excédentaires. La CRN est dans une position d'investisseur à long terme avec un passif du même ordre.*

---

<sup>9</sup> « Le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base ou section professionnelle approuve **annuellement**, après avis d'une commission financière constituée en son sein, **un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placement des actifs gérés par la caisse.** [...] [L]e rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

**Observation de la mission :** *La réponse apportée par la CRN est particulièrement inquiétante.*

*La caisse justifie ses imprécisions et la faible définition de sa politique financière par l'importance de ses réserves au vu des prestations à servir. La référence faite au niveau des prestations n'est que partiellement satisfaisante dans la mesure où la section B est gérée par capitalisation (ce que la caisse ne conteste dans aucune de ses réponses bien que la mission insiste à plusieurs reprises sur ce point dans le présent rapport) et ses « engagements » à moitié couverts par ses réserves. Par ailleurs, il n'est pas évident de voir en quoi l'importance des réserves et le caractère à long terme des engagements nuancerait les conséquences de l'imprécision des objectifs de la gestion financière. **La caisse laisse sous-entendre qu'une position financière confortable l'exonère d'une gestion rigoureuse de fonds qui, il faut le rappeler, sont issus de prélèvements obligatoires.** Observation maintenue.*

- [25] Le règlement financier ne détermine aucun objectif précis alors même que la notion de « couverture des engagements » est le fondement des études actuarielles sur lesquelles la caisse prétend s'appuyer.
- [26] Les modalités opérationnelles de gestion des placements ne sont pas précisées. Le règlement financier ne définit ni l'univers de placement sur lequel la caisse souhaite intervenir, ni les options de gestion retenues, ni les modalités d'organisation de la gestion financière. Le règlement financier n'exclut *a priori* aucune classe d'actifs ni type d'actifs autorisés par la réglementation.
- [27] **Des entretiens avec l'agent comptable, il ressort que les études menées par les cabinets externes ont simplement vocation à éclairer la commission des placements de sorte que l'allocation proposée n'est nullement contraignante et constitue uniquement une cible. De fait, aucune allocation stratégique contraignante n'a été formellement approuvée.**

**Réponse de l'organisme :** *Le décret de 2002 précise qu'une définition de l'allocation stratégique doit être réalisée tous les cinq ans. Face à l'incertitude des marchés financiers et aux récentes crises, la CRN a souhaité réaliser cet exercice tous les trois ans. La mission cite « une allocation stratégique contraignante doit être approuvée ». La commission des placements a recherché, face à un environnement de plus en plus complexe, une allocation permettant d'améliorer l'espérance de rendement, tout en maîtrisant le risque à moyen terme. La fourchette de rendement cible est comprise entre 4% et 7% selon la classe d'actif et la section. Celle-ci semble raisonnable, dans la mesure où, durant cette période triennale, la commission des placements a la latitude de faire évoluer l'allocation dite « tactique » à l'intérieur de ces fourchettes.*

**Observation de la mission :** *Les éléments mis en avant par la caisse sont certes intéressants mais ne répondent pas à l'observation faite. L'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale dispose que le conseil d'administration de la caisse approuve annuellement, après avis de la commission financière, une allocation stratégique d'actifs. Or, si des études régulières sont réalisées, le conseil d'administration n'a pas approuvé formellement d'allocation stratégique d'actifs. Une telle approbation n'entrave en rien la démarche explicitée par la caisse dans sa réponse dans la mesure où les fourchettes validées par le conseil ont vocation à permettre les ajustements tactiques nécessaires. L'allocation stratégique d'actif présente, comme son nom l'indique, des enjeux stratégiques et emporte des conséquences en matière de prise de risques tels que la réglementation impose sa validation par le conseil d'administration. Observation maintenue.*

- [28] **De même, la gestion des risques prévue par le règlement financier n'existe pas.** La caisse s'impose la surveillance des risques financiers mais ne les a jamais définis.

- [29] Dans ces conditions, une des priorités de la CRN doit être de définir et mettre en place un système de gestion des risques efficace, qui comprenne les stratégies, processus et procédures d'information nécessaires pour déceler, mesurer, contrôler, gérer et déclarer, en permanence, les risques, aux niveaux individuel et agrégés, auxquels la caisse est ou pourrait être exposée.
- [30] **Ce dispositif de gestion des risques n'est pas à la date de la mission intégré dans le processus de contrôle interne. Pour ce dernier, des efforts sérieux ont été consentis depuis l'exercice 2011 mais les placements ne sont que partiellement couverts. La caisse doit être en mesure de démontrer sa maîtrise de l'ensemble de ses risques, y compris ceux liés aux placements, ce qui n'est pas vérifié à la date du contrôle.**
- [31] **La mission se permet d'appeler l'attention sur le fait que la définition d'objectifs, de limites en matière de risques et la formalisation d'une politique de placement ne sont pas antinomiques avec la réactivité qui est parfois nécessaire de pouvoir mettre en œuvre sur les marchés financiers. Une politique d'investissement doit prévoir les cas de dérogation et leurs modalités.**

**Réponse de l'organisme :** *L'analyse du risque va être renforcée au sein de la commission des placements de la CRN. En outre, les reportings seront aménagés en ce sens afin que le Conseil d'Administration et la commission des placements de la CRN soit régulièrement informés et sensibilisés sur ce point.*

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

### **3. LA GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE NE PERMETTENT PAS A CE JOUR D'ASSURER LA MAITRISE DES RISQUES**

- [32] Contrairement à ce qui peut se pratiquer au sein d'autres caisses de retraites contrôlées par l'IGAS, les nouveaux administrateurs de la CRN bénéficient d'une formation assurée par la société INSTI7 sur la gestion de portefeuille (un jour) ainsi que d'une sensibilisation aux techniques actuarielles (un jour). Compte tenu de l'importance de ces questions en matière de pilotage, la mission encourage la CRN à maintenir son effort et à développer des formations plus ciblées quand un besoin spécifique se fait sentir.
- [33] **Pourtant le conseil d'administration ne joue qu'un rôle réduit en matière de placements et ne se saisit pas de cette question.** Il débat peu du sujet et ne se prononce pas explicitement sur les principaux paramètres de la politique que sont le rendement espéré et le risque accepté. Son information est très générale, elle est faible sur les facteurs explicatifs précis des résultats financiers et son rôle ne s'est pas accru à la suite des crises financières récentes. Les notions de risque ou de volatilité ne sont abordées que deux fois en six ans dans les comptes rendus.
- [34] La commission des placements est le nom donné par la CRN à la commission financière visée par le décret n°2002-1314 modifié. C'est elle et non la seule direction qui décide des placements effectués. Elle est assistée par un conseiller de la société AON HEWITT chargé de préparer les documents utiles à la commission et d'assurer le suivi de la gestion déléguée.
- [35] Au vu des comptes rendus de la période 2006-2011 mis à disposition de la mission, la commission des placements se focalise toutefois sur la performance à court terme et est **incitée par son conseiller externe à investir dans des actifs risqués dont la détention directe serait contraire aux dispositions du décret n°2002-1314 modifié.**

[36] Bien que le *reporting* élaborée par la société AON HEWITT visant à s'assurer du respect du cadre de gestion des fonds mentionne le respect de contraintes réglementaires, ces dernières sont celles applicables aux OPCVM découlant de la réglementation qui leur est propre et non pas les contraintes applicables à la CRN. **Aussi, le *reporting* élaboré par le cabinet AON HEWITT ne prévoit pas de document permettant de vérifier explicitement que les placements détenus par la caisse sont admissibles au sens du décret n°2002-1314 modifié.**

[37] Pour ce qui a trait aux OPCVM dédiés, un nombre important de conventions de gestion fait référence au décret de 2002, voire reprend 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 certain 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 :*

**Réponse de l'organisme :** *-Tous les mois dans le cadre des reportings réalisés par le cabinet de conseil (répartition réglementaire des actifs de la caisse).*

**Réponse de l'organisme :** *-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.*

**Observation de la mission :** *La caisse évoque des contrôles que la mission ne conteste pas. La mission traite de leur exhaustivité et de leur étendue. La mission ne va pas répéter ici les éléments auxquels la caisse ne réponds pas et renvoie celle-ci au rapport. A titre de complément, la question de l'immobilier n'est nullement traitée alors que le décret de 2002 fait peser des obligations sur ces actifs. La mission souligne également le fait que le décret de 2002 ne se résume pas à quelques ratios.*

**Réponse de l'organisme :** *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*

**Observation de la mission :** *En toute rigueur, la caisse se trompe. La mission appelle l'attention de la CRN sur le périmètre des actifs entrant dans la catégorie n°8 de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Comme le précise ce même article, pour être éligibles, les actifs doivent respecter les dispositions de l'article R.623-6 du même code. Or, ce dernier renvoie au code monétaire et financier pour autoriser les OPCVM coordonnés et les OPCVM à vocation générale. **La définition des OPCVM à vocation générale donnée par le code monétaire et financier exclut explicitement les OPCVM dédiés.** Sans s'attarder sur l'historique de ce renvoi, il apparaît toutefois qu'en toute rigueur les fonds dédiés ne sont pas admissibles. **Le fait que la caisse ignore ce point et qu'elle n'ait pas été alertée par AON HEWITT dont l'un des rôles est pourtant le suivi de la réglementation témoigne de la qualité de la veille et du suivi effectués.***

**Réponse de l'organisme :** *La référence au décret de 2002 est précisée dans les conventions de gestion des fonds dédiés dans le but d'une meilleure transparence et d'une information complémentaire de la part de la société de gestion*

**Observation de la mission :** *Cette réponse est très insatisfaisante par son imprécision. Il est nécessaire que la caisse indique les conséquences juridiques d'un non-respect du décret de 2002. Dans le cas contraire, la référence audit décret n'a d'autre effet qu'une apparence de sécurité et de conformité sans aucune conséquence pratique. A ce titre, dans sa réponse, pour infirmer les chiffres mis en avant par la mission, la caisse affirme que seulement 7,54 % des actifs détenus par ses OPCVM ne sont pas éligibles à une détention directe. Sans s'attacher précisément à ce chiffre, une telle proportion confirme l'observation de la mission et témoigne de l'insuffisance de la simple mention du décret de 2002 au sein des conventions de gestion. Par ailleurs, comme explicité infra, la référence au décret n'est pas présente dans l'ensemble des conventions de gestion et en particulier dans les conventions des OPCVM qui ont vocation à mettre en œuvre des stratégies dont la conformité avec les dispositions du décret de 2002 n'est pas évidente. En outre, si la référence au décret de 2002 est une bonne pratique, les éléments contraignants gagneraient à être développés au sein des conventions, d'une part, pour les rendre explicites et, d'autre part, afin de permettre leur vérification par le dépositaire/conservateur des titres. Le dépositaire/conservateur assurant la vérification des stipulations conventionnelles, un tel contrôle constituerait une avancée et permettrait d'alimenter le contrôle interne.*

[38] Parallèlement, l'agent comptable élabore un tableau ayant vocation à s'assurer du respect de certains ratios réglementaires<sup>10</sup>. Ce document est insuffisant à plusieurs titres et n'est d'ailleurs pas communiqué à la commission des placements.

[39] 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. En l'occurrence, 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.

[40] **Les discussions ayant trait à l'analyse de ces éléments dépendent fortement de la volonté du conseiller en place.** En 2006, de nombreuses références aux besoins des régimes et à la réglementation peuvent être relevées. Toutefois, entre 2007 et 2011, les discussions relatives aux besoins des régimes tombent en déshérence.

**Réponse de l'organisme :** *Dés lors que l'espérance de rendement ainsi que la volatilité des différentes classes d'actifs sont connues, l'étude ALM permet de définir une allocation correspondant au risque cible de la caisse, en se basant sur l'horizon du passif. La commission des placements décide de la politique d'investissement dans le cadre de l'enveloppe de risque ainsi définie.*

**Observation de la mission :** *La réponse de la caisse n'infirme ni n'explique les constats de la mission développés au paragraphe 40. Observation maintenue.*

<sup>10</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 %.

- [41] Au cours de la période sous revue, la CRN a connu trois conseillers financiers différents issus de la société AON HEWITT. Le premier a quitté ses fonctions en septembre 2006. Son remplaçant était particulièrement intéressé par les questions des risques et de l'adossement des actifs aux besoins des régimes, cependant, il n'interviendra que trois fois en commission financière avant que la caisse ne demande à la société AON HEWITT de le remplacer. Par conséquent, à compter de décembre 2006, un nouveau conseiller fait son apparition et est présent pendant le reste de la période. **Si, en 2006, le consultant de l'époque alerte la commission sur les risques et la conformité réglementaire, le dernier consultant en date incite la caisse à détenir des placements risqués et que la caisse ne pourrait pas détenir en direct en application du décret n°2002-1314.**

**Réponse de l'organisme :** *Le portefeuille de la CRN a connu de nombreuses modifications depuis 2006. A titre d'exemple, le poids des OPCVM alternatifs dans le portefeuille de la CRN est passé de 4% en décembre 2006 à 0% début 2012. Le consultant a par ailleurs accompagné la CRN afin de sortir dans de bonnes conditions de certains fonds jugés à risque (Gestion Alternative : Phénix AGF, Olympia, HDF, AXA ainsi qu'un fonds obligataire Total Return de Natixis).*

**Observation de la mission :** *Il n'est pas répondu à l'observation qui traite du rôle du consultant et non de l'évolution du portefeuille traitée par ailleurs. Il n'est en particulier pas répondu sur le fait que la caisse a demandé le remplacement d'un consultant qui attirait son attention sur les risques et la conformité réglementaire par un autre qui ne le fait pas. Observation maintenue.*

- [42] Au total, la mission note que le conseil de la caisse a une perspective de gestion qui ne le conduit pas à articuler ses conseils sur les besoins des régimes gérés par la caisse, ni à respecter les règles du décret de 2002 pour les fonds dédiés qu'elle détient. On ne peut considérer que le conseil de la caisse remplit un rôle de vérification de la conformité des placements proposés aux règles qui les régissent.

**Réponse de l'organisme :** *Lors de certaines commissions, en fonction du niveau de la trésorerie disponible, et de la volonté des administrateurs d'arbitrer tel ou tel investissement de la CRN, des souhaits sont émis par ces derniers afin d'investir sur des supports qui répondent aux orientations retenues par l'étude ALM. Une recherche est alors menée par la CRN pour proposer, lors de la commission suivante, différents fonds qui présentent un couple rendement/risque, sur une période de 3 à 5 ans, parmi les meilleurs et ce, dans le respect des contraintes imposées par la réglementation.*

**Observation de la mission :** *La réponse n'a pas de lien avec l'observation.*

- [43] On ne peut toutefois exonérer la commission de sa propre responsabilité et conclure qu'elle a été trompée par son conseiller ; les investissements proposés sont, même pour un non spécialiste, clairement non-conformes à ces dispositions.

- [44] **Dans le cadre de son activité, la CRN est amenée à passer des commandes auprès de prestataires extérieurs et est soumise aux règles des marchés publics.** Dans le domaine financier, les prestations concernées sont les prestations de conseil et de la gestion d'actifs.

- [45] S'agissant des prestations de conseil, la caisse a indiqué ne pas passer de marché public pour ce qui est des prestations de conseil financier (cabinet AON HEWITT), celles liées aux études de passif (cabinet WINTER & ASSOCIES) et aux études d'actif (cabinet INSTI<sup>11</sup>). La caisse n'a pas non plus recours à la passation de marchés publics pour sélectionner les prestations de gestion d'actifs.

---

<sup>11</sup> Dirigé par un ancien conseiller financier de la caisse opérant à l'époque pour le compte de la société HEWITT.

- [46] La mission n'a pas audité la passation des marchés de la caisse, elle a toutefois demandé l'ensemble des contrats passés avec les prestataires cités *supra*. La CRN n'a pas été en mesure de produire de contrat pour ce qui est de la prestation réalisée par le cabinet WINTER & ASSOCIES.

**Réponse de l'organisme :** *Dans le cadre de la mise en place de la cartographie des risques liée au Contrôle Interne du cycle « Direction », une personne, formée au code des marchés publics, aura la charge de la gestion des appels d'offres. Les commandes à venir auprès des prestataires extérieurs relèveront de cette démarche.*

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

- [47] **Les relations avec les sociétés de gestion sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision. Les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté et sont éloignés des contraintes induites par les régimes, ce qui laisse une grande latitude aux gérants.** Les objectifs et contraintes de gestion sont retranscrits au sein de conventions de gestion signées entre la caisse et les sociétés de gestion de ses fonds dédiés. Les conventions de gestions reprennent souvent des articles « type » voulus par la CRN. Sont ainsi présentes dans la plupart des conventions des stipulations quant aux frais de gestion, aux conditions de dénonciation, au *reporting* ainsi qu'aux modalités de contrôles possibles par la CRN. Les conventions font aussi, le plus souvent, référence au décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 et prescrivent que les investissements doivent être réalisés en conformité avec ce texte. **La mission note cette bonne pratique qui reste encore trop rare dans les autres caisses pourtant soumises aux mêmes obligations.**

- [48] Cependant, les diverses conventions de gestion et prospectus ont en commun la légèreté avec laquelle y sont définis les objectifs de gestion. Le manque de précision et de définition des objectifs, que ce soit en matière de rendement ou d'enveloppe de risque, laisse, de manière générale, une marge de manœuvre importante aux gérants des OPCVM. **Les objectifs sont fixés sans lien avec les régimes de la caisse et prennent principalement en compte la performance qu'il semble possible de réaliser dans tel ou tel cadre de gestion.**

#### **4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT CONDUIT A DES INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION**

- [49] Fin 2011, les réserves de la caisse se montent à 1 721,5 M€ en valeur de réalisation et se ventilent par section et régime de la manière suivante.



Tableau 1 : Répartition du portefeuille de la CRN par régime/section et par nature de placement (€)

Section	Au 30 décembre 2011		
	RCC	RCB	RSC
<b>Classe d'actifs</b>			
<b>Total Portefeuille</b>	<b>781 639 866</b>	<b>915 418 965</b>	<b>24 571 238</b>
<b>Taux</b>	<b>419 997 049</b>	<b>340 008 010</b>	<b>10 919 315</b>
<b>Obligations</b>	<b>201 907 257</b>	<b>149 591 077</b>	<b>4 525 769</b>
Obligations	188 231 972	149 266 378	4 504 373
Obligations indexées sur l'inflation	13 675 285	324 698	21 396
<b>Obligations Convertibles</b>	<b>69 618 752</b>	<b>69 630 915</b>	<b>3 207 009</b>
<b>Produits "garantis" (BMTN)</b>	<b>64 717 872</b>	<b>37 016 000</b>	<b>1 018 766</b>
<b>Liquidités</b>	<b>83 753 166</b>	<b>83 770 019</b>	<b>2 167 771</b>
Produits Monétaires	6 388 057	48 049 733	105 494
Trésorerie	7 016 109	121 285	195 277
Trésorerie gérée en direct	70 349 000	35 599 000	1 867 000
<b>Actions pures</b>	<b>309 920 264</b>	<b>169 156 025</b>	<b>9 144 782</b>
Actions Zone Euro	214 145 719	123 053 263	6 674 273
Small et Mid Cap Euro	10 452 480	0	0
Actions Europe Ex Euro	50 543 037	5 548 020	2 412 722
Actions USA	4 868 311	14 554 348	44 371
Actions Asie	20 245 356	8 439 058	-171
Actions autres pays	9 665 361	12 577 717	13 586
Private Equity	0	4 983 620	0
<b>Diversification</b>	<b>27 272 553</b>	<b>104 854 929</b>	<b>507 142</b>
Gestion alternative	4 976 477	5 172 450	43 104
Fonds Diversifiés (gestion en direct)	22 296 076	99 682 479	464 038
<b>Immobilier Physique en valeur vénale</b>	<b>24 450 000</b>	<b>301 400 000</b>	<b>4 000 000</b>

Source : Reporting AON HEWITT.

- [50] La part de la gestion déléguée est importante mais n'est pas la plus performante. **Surtout la caisse détient au travers de fonds une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct.**

**Réponse de l'organisme :** *La décomposition en transparence des fonds dédiés, effectuée fin 2011, afin de respecter les critères d'éligibilité fixés dans le décret de 2002, fait apparaître que la caisse détient 59 millions d'euros d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct. Ce montant représente 3,4% du portefeuille de la CRN.*

**Observation de la mission :** *La mission prend bonne note du travail réalisé par la caisse sur le périmètre des fonds dédiés ce qui témoigne de la faisabilité d'une telle tâche. Sur ce périmètre, la caisse explique détenir une part non négligeable (3,4 %) d'actifs non-éligibles à une détention directe, ce qui peut surprendre au vu du discours expliquant que la réglementation est au centre de ses préoccupations. Une telle proportion est en effet difficilement explicable sachant que la caisse impose à ses OPCVM le respect du décret de 2002 (au sein même du fonds), qu'elle explique examiner la conformité réglementaire avant tout investissement et que le conseiller de la société AON HEWITT a pour rôle de suivre les OPCVM notamment en matière de conformité réglementaire.*

- [51] Au-delà des discussions sur l'applicabilité de la réglementation aux fonds détenus par la caisse, la mission estime que la caisse a inclus dans ses convention de gestion des dispositions qui l'obligent à respecter la réglementation « en transparence », et que cela correspond à l'objectif prudentiel de la réglementation.

- [52] L'examen de l'échantillon de fonds montre que ces règles ne sont pas respectées, ce qui conduit la caisse à accepter un niveau de risque que la mission estime exagéré au regard de sa mission. En effet, des OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de spéculation ou de surexposition et d'autres recherchent une exposition au risque de change qui peut conduire la caisse à exposer plus de 10 % de ses actifs, limite prévue par le décret de 2002. L'usage de tels OPCVM conduit de surcroît à contourner les obligations réglementaires en matière de localisation géographique des investissements.

**Réponse de l'organisme :** *La répartition des actifs de la CRN est effectuée, au sein de chaque fonds dédié en valeur d'exposition. L'objectif est de s'assurer que les produits dérivés ne conduisent pas à une surexposition en actifs risqués. Par ailleurs, la répartition par devise du portefeuille de la CRN est également établie, permettant ainsi de veiller au respect des contraintes réglementaires relatives à l'exposition en devises étrangères. A fin 2011, 96,4% des actifs de la CRN sont investis en euros. Le décret de 2002 autorise un maximum de 10% de devises étrangères, à cette même date, la CRN en détient moins de 4%. L'affirmation de la mission, sur ce point, est excessive. Enfin, si l'usage de fonds de fonds conduit la CRN à être exposée sur des pays qui ne font pas partie des pays de l'OCDE, la caisse ne contourne pas pour autant les obligations réglementaires du décret de 2002 ; en effet, les OPCVM coordonnés sont éligibles.*

**Observation de la mission :** *La réponse de la caisse est peu précise. Il est possible de la compléter grâce à une autre de ses réponses (infra). La CRN ne comptabilise pas en investissement en devises étrangères les fonds libellés en euros mais investissant en titres libellés eux en devises étrangères (donc exposés au risque de change) tout comme elle ne « pousse » pas la transparence des fonds de fonds à un second niveau. La caisse ne répond d'ailleurs que sur le seul périmètre des fonds dédiés. Le ratio de congruence mis en avant révèle ainsi de nombreuses limites ce qui conduit la mission à insister sur le caractère non assuré en l'état du respect de la règle de congruence.*

- [53] **La CRN détient en particulier des actifs de nature risquée, sans lien avec les besoins des régimes gérés, pouvant peser sur l'équilibre de ces derniers.** La caisse a souscrit des fonds de gestion alternative (plus connus sous leur dénomination anglaise de *Hedge Funds*) dans un objectif de spéculation. Outre les marges de manœuvre importantes souvent laissées aux gérants, notamment sur l'usage de produits dérivés dans un autre but que celui de la couverture, qui induisent des stratégies à dominante spéculative, la mission constate que la spéculation est l'objet même de certains fonds dédiés.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN avait fait le choix de s'exposer pour une faible part sur des fonds de gestion alternative en raison de leur plus faible volatilité et de la régularité de leur rendement. La CRN avait par ailleurs estimé, en raison de la dé corrélation observée historiquement entre la gestion alternative et les autres classes d'actifs, que de tels investissements constituaient une source de diversification qui permettait à la caisse de réduire le risque global de son portefeuille. Cependant, le risque d'illiquidité constaté à la suite de la crise de 2008 a conduit la CRN à sortir de cette thématique. Début 2012, la CRN ne détient plus dans son portefeuille d'OPCVM alternatifs (ou *Hedge Funds*).*

**Observation de la mission :** *La réponse de la caisse est révélatrice de sa gestion financière. Au vu des stratégies mises en œuvre par de tels fonds, il était évident lors de l'investissement que l'analyse des performances et des volatilités passées n'était en rien révélatrice des performances et volatilités futures. La caisse réalise ses investissements en se fondant sur les performances passées et sur la réputation des sociétés de gestion et des gérants de fonds associés ; méthodologie qui présente ces limites. La seule diversification ne peut par ailleurs être la seule raison à un investissement, au risque d'acquiescer « n'importe quoi ». La mission se permet par ailleurs de rappeler que la diversification ne conduit pas obligatoirement à une diminution du risque dans la mesure où l'acquisition ou la conservation d'un actif peu risqué, même corrélé au reste du portefeuille, peut conduire à un risque global plus faible que par l'introduction d'un actif peu corrélé au reste du portefeuille mais particulièrement risqué. La mission note par ailleurs que la caisse ne conteste pas l'observation répétée affirmant que l'investissement en Hedge Funds avait été réalisé à des fins purement spéculatives sans lien avec le « passif ».*

- [54] **Dans le même registre, 8 % du portefeuille de la caisse<sup>12</sup> est composé de produits structurés complexes nécessitant des compétences en matière de valorisation et de gestion des risques dont la caisse ne dispose pas.**

**Réponse de l'organisme :** *Les produits structurés de type BMTN sont éligibles au sens de l'article R623-3 du code de la sécurité sociale et représentent à fin 2011, 5,9% du portefeuille de la CRN et non 8% comme indiqué par la mission.*

**Observation de la mission :** *Les BMTN sont éligibles sous les conditions précisées par le décret n°2002-1314. La CRN admet d'ailleurs plus loin dans ses réponses que certains de ses BMTN ne sont pas admissibles. La valeur de 8 % affichée est correcte. Cette dernière, comme écrit, fait référence aux placements non immobiliers. La valeur est d'ailleurs reprise du reporting préparé par AON HEWITT pour la caisse. La mission ne peut qu'inviter la CRN à relire son propre reporting.*

- [55] **In fine, 58 % des OPCVM audités, soit 450 M€, représentant un tiers de la valeur nette comptable hors immobilier fin 2011, ne sont pas éligibles à une détention directe en vertu des dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002.**

- [56] A noter que la caisse gère directement deux bons de capitalisation proposés par des assureurs régis par code des assurances. Ces instruments ne figurent pas sur la liste des placements autorisés au titre de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Si l'on ajoute le montant de ces placements (25 M€) aux 450 M€ jugés non éligibles à une détention en direct par la mission, cela conduit à un taux de non éligibilité de 35 % rapporté à l'ensemble du portefeuille (y compris immobilier) sachant que la mission a sondé 60 % de ce dernier.

- [57] Ces bons de capitalisation dont l'échéance est d'une trentaine d'années sont gérés directement par l'agent comptable au titre de ses attributions en matière de trésorerie. Les titres de trésorerie sont généralement définis comme les placements dont la maturité est inférieure à 6 mois. **La mission note par ailleurs la grande liberté qui est laissée à l'agent comptable dans le choix des placements de trésorerie.**

- [58] **Au-delà des questions réglementaires, il convient de se demander plus généralement si les placements et modes de gestion mis en œuvre sont adaptés et en adéquation avec les missions de la caisse. L'objet principal de la CRN est d'assurer le service de retraites sur une longue période grâce à sa gestion des cotisations qui sont, en grande partie, obligatoires.**

---

<sup>12</sup> Hors immobilier et en valeur de réalisation.

- [59] Ces considérations supposent une double préoccupation conduisant à une gestion qui doit être fortement marquée par le principe de prudence. La caisse n'est pas un fonds d'investissement ayant un horizon de gestion de 3 ou 5 ans et pouvant se permettre des fluctuations importantes de la valeur de ses investissements. Rappelons qu'en 2008, alors que les résultats techniques de la caisse sont d'environ 40 M€ les pertes financières se sont montées à 260 M€. La question de la sécurité des investissements qu'est en droit d'attendre l'affilié à une caisse de retraite versant des cotisations pour partie obligatoires mérite d'être prise en compte.

**Réponse de l'organisme :** *La sécurité des investissements doit être prise en compte. Elle est au cœur de l'approche retenue par la caisse. En 2008, la caisse a enregistré des pertes comme l'ensemble des acteurs de l'économie sociale. Elles sont liées aux conséquences de l'une des plus graves crises de l'histoire financière. L'ampleur du choc sur les marchés financiers lié à la faillite en particulier de la banque Lehman Brothers, dans un contexte plus général de crise du crédit titrisé, est proche de celui de 1929. Ce choc correspond à la réalisation d'un risque extrême, mais rappelons-le, par définition rare. Les analyses de l'allocation intègrent ce type d'événement à part entière. En effet, un grand nombre de mesures de risque extrêmes telles que la pire perte annuelle, la pire perte cumulée, les valeurs en risque, VaR, pour des quantiles extrêmes, 95%, 99% et 99,5%, a été intégré aux travaux, et ce selon deux méthodes d'obtention. Par ailleurs, ces analyses de risque extrêmes, VaR, sont également réalisées sur des horizons pluriannuels à travers les « trompettes de risque » présentées, ainsi que les projections des réserves dans les scénarii pessimistes. Encore une fois, le processus d'allocation vise à prendre le risque en considération en montrant différentes dimensions. Cette approche est d'ailleurs classique depuis les années 1960 (travaux de Kataoka et Roy) dans le cas d'investisseurs de long-terme qui doivent privilégier les approches « safety first ».*

**Observation de la mission :** *Ces développements généraux n'apportent pas d'éléments nouveaux et n'appellent donc pas de remarque de la part de la mission.*

- [60] En la matière, comme en témoignent les conclusions de la mission suite au sondage d'une fraction des OPCVM souscrits par la caisse, le niveau de risque peut paraître excessif notamment au vu de la faiblesse de l'organisation ayant trait à la gestion des risques financiers.

- [61] Au-delà du niveau de risque, se pose la question de l'adéquation de ces placements aux « engagements » de la caisse. Comme affirmé *supra*, il ne peut y avoir de sens à un investissement sans analyser le besoin auquel il est censé répondre. Des questions classiques relatives à l'adéquation des flux, à la gestion de la *duration*<sup>13</sup> et du risque de taux ne se voient ainsi jamais abordées.

**Réponse de l'organisme :** *Dans la mesure où l'horizon de passif de la CRN est supérieur à 10 ans, l'allocation actuelle correspond au risque cible souhaité par le Conseil d'Administration.*

**Observation de la mission :** *Le conseil d'administration n'a pas approuvé d'allocation stratégique d'actifs. La réponse de la CRN est par ailleurs préoccupante : la mission insiste sur le fait que la maîtrise des risques est loin de se borner à la simple définition d'une allocation stratégique d'actifs.*

<sup>13</sup> La *duration* d'une obligation est la durée de vie moyenne de tous les flux (intérêts et capital) actualisés. La *duration* correspond à la somme des durées pondérées par les valeurs actualisées des flux à percevoir rapportée à la valeur présente du titre. La *duration* s'exprime en unités de temps et est assimilable à un délai moyen de récupération de la valeur actuelle. La *duration* d'une obligation correspond à la période à l'issue de laquelle sa rentabilité n'est pas affectée par les variations de taux d'intérêt.

[62] La mission observe également le peu de place fait aux considérations en matière de risques. Si un objectif de performance est parfois précisé par les conventions de gestion, aucun budget de risque n'est prédéterminé : le prospectus se borne à imposer des notations de crédit minimales, en vue de limiter le risque de contrepartie. Cependant, le risque ne se borne pas au risque de défaut et les prospectus eux-mêmes listent de nombreux autres facteurs de risques. Une gestion des risques se doit d'imposer un cadre, des limites ainsi qu'un *reporting* adéquat pour chaque risque, ce qui n'est pas fait à ce jour.

**Réponse de l'organisme :** *Dès lors que l'horizon de passif est supérieur à 10 ans et que les placements de la CRN sont répartis sur de nombreux types de supports et auprès de nombreuses sociétés de gestion, c'est par l'ALM que l'on détermine la fourchette de risque de la Caisse.*

**Observation de la mission :** *Affirmation générale et non étayée qui n'appelle pas de réponse. Les éléments déjà développés dans le corps du rapport traitent la question.*



## Sommaire

<b>SYNTHESE .....</b>	<b>3</b>
1. LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES ASSURE LA GESTION DE TROIS REGIMES ET A CONSTITUE A CE TITRE ENVIRON 1,5 MDS€DE RESERVES.....	3
2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT DE LA CRN NI FORMALISEE NI APPUYEE SUR UNE ALLOCATION STRATEGIQUE D'ACTIFS EST QUASI INEXISTANTE .....	5
3. LA GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE NE PERMETTENT PAS A CE JOUR D'ASSURER LA MAITRISE DES RISQUES .....	12
4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT CONDUIT A DES INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION....	16
<b>RAPPORT .....</b>	<b>27</b>
1. LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES ASSURE LA GESTION DE TROIS REGIMES ET A CONSTITUE A CE TITRE ENVIRON 1,5 MDS€DE RESERVES.....	27
1.1. <i>Le régime complémentaire d'assurance vieillesse concentre l'essentiel des réserves.....</i>	27
1.1.1. Le régime de base est commun aux professions libérales .....	28
1.1.2. Le régime complémentaire est divisé en deux volets .....	29
1.1.3. Le régime spécial complémentaire des cours d'appel de Colmar et Metz.....	35
1.1.4. La démographie est marquée par une croissance du nombre de retraités bien plus forte que celle des effectifs cotisants .....	35
1.2. <i>Le résultat financier et sa volatilité déterminent dans une large mesure le résultat net.....</i>	37
1.2.1. L'information diffusée par les rapports d'activité est peu détaillée et parfois incohérente.....	37
1.2.2. Les comptes font l'objet d'une certification depuis l'exercice 2008.....	39
1.3. <i>La caisse a massivement recours à la gestion déléguée.....</i>	42
2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT DE LA CRN, NON FORMALISEE ET NON APPUYEE SUR UNE ALLOCATION STRATEGIQUE D'ACTIFS, EST QUASI INEXISTANTE.....	43
2.1. <i>Les études actuarielles sur lesquelles se fondent les études visant à définir l'allocation stratégique d'actifs posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes.....</i>	44
2.1.1. Les hypothèses économiques et actuarielles sont globalement en ligne avec l'expérience mais empreintes d'optimisme en ce qui concerne le taux de rendement financier anticipé .....	44
2.1.2. La section C présente des réserves particulièrement élevées pour un régime géré selon les principes de la répartition.....	46
2.1.3. En revanche, la section B, en partie facultative, qui permet l'acquisition de droits individuels gérés « en partie par capitalisation » n'est couverte qu'à 50 % par ses réserves48	
2.2. <i>La modélisation financière, critiquable sur le plan théorique, ne définit ni les objectifs que les placements doivent atteindre afin de satisfaire les besoins de financement des régimes ni l'appétence au risque de la caisse.....</i>	48
2.2.1. La méthodologie retenue ne réserve pas une place suffisante aux besoins des régimes.....	49
2.2.2. Les choix de modélisation ne sont pas discutés bien que critiquables à plusieurs égards.....	51

2.2.3. Le processus d'allocation ne prend pas en compte de manière satisfaisante l'appétence au risque de la caisse .....	59
2.2.4. Les recommandations du consultant sont critiquables du fait des larges dérogations permises et de sa prise de positions sur des aspects non modélisés.....	62
2.3. <i>Le règlement financier ne définit pas la politique de placement et n'aborde pas la question des placements immobiliers</i> .....	65
2.3.1. Le règlement financier ne répond que partiellement aux obligations fixées par le décret n°2002-1314 modifié .....	65
2.3.2. En l'état actuel, la gestion des risques prévue par le règlement financier n'existe pas	70
2.3.3. Les règles de déontologie sont peu contraignantes.....	74
3. LA GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE NE PERMETTENT PAS A CE JOUR D'ASSURER LA MAITRISE DES RISQUES .....	77
3.1. <i>Le conseil d'administration ne joue qu'un rôle réduit en matière de placements et ne se saisit pas de cette question</i> .....	77
3.2. <i>La commission des placements se focalise sur la performance à court terme et est incitée par son conseiller externe à investir dans des actifs risqués dont la détention directe serait contraire aux dispositions du décret n°2002-1314 modifié.....</i>	79
3.3. <i>La commission de gestion des immeubles assure la gérance du patrimoine immobilier ....</i>	88
3.4. <i>La commission des marchés a pour mission d'analyser les propositions faisant suite aux appels d'offres mais la caisse ne respecte pas l'obligation qui lui est faite d'appliquer le code des marchés publics.....</i>	90
3.5. <i>Les relations avec les sociétés de gestion sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision</i> .....	91
3.5.1. Les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté et sont éloignés des contraintes induites par les régimes, ce qui laisse une grande latitude aux gérants .....	92
3.5.2. Les conventions de gestion des fonds dédiés prévoient la possibilité de contrôles à l'initiative de la CRN ; possibilité qui n'a, à ce jour, jamais été utilisée.....	96
4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT CONDUIT A DES INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION....	97
4.1. <i>La gestion déléguée dont la part est importante n'est pas la plus performante.....</i>	99
4.2. <i>La caisse détient au travers de fonds une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct.....</i>	108
4.2.1. Tant les conventions de gestion de la caisse qu'une attitude prudentielle conduisent à considérer comme obligatoire et nécessaire une analyse en transparence des fonds .....	108
4.2.2. Les OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de spéculation ou de surexposition.....	109
4.2.3. Des OPCVM recherchent une exposition au risque de change ce qui peut conduire la caisse à exposer plus de 10 % de ses actifs, limite prévue par le décret de 2002 .....	111
4.2.4. L'usage des OPCVM conduit à contourner les obligations réglementaires en matière de localisation géographique des investissements .....	113
4.3. <i>La CRN détient des actifs de nature risquée, sans lien avec les besoins des régimes gérés, pouvant peser sur l'équilibre de ces derniers.....</i>	113
4.3.1. La caisse a souscrit des fonds de gestion alternative dans un objectif de pure spéculation .....	113
4.3.2. Les produits structurés complexes nécessitent des compétences en matière de valorisation et de gestion des risques dont la caisse ne dispose pas .....	117
4.3.3. <i>In fine</i> , 58 % des OPCVM audités, soit 450 M€, représentant un tiers de la valeur nette comptable hors immobilier, ne sont pas éligibles à une détention directe .....	125



<b>PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DE LA MISSION .....</b>	<b>132</b>
<b>LETTRE DE MISSION.....</b>	<b>135</b>
<b>LISTE DES PERSONNES RENCONTREES.....</b>	<b>137</b>
<b>LISTE DES ANNEXES .....</b>	<b>139</b>



## Rapport

- [63] Dans le cadre d'un contrôle général des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission jointe), une mission composée de Paulo GEMELGO et Pascal PENAUD a procédé au contrôle de la Caisse de Retraite des Notaires (CRN). Ce contrôle a porté sur les exercices 2006 à 2011.
- [64] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 5 septembre et le 15 novembre 2012. La liste des personnes rencontrées est donnée en fin de rapport et la méthode de travail employée décrite en annexe 1.
- [65] Bien que la loi 1996-452 du 28 mai 1996 portant diverses mesures d'ordre sanitaire, social et statutaire (article 42 modifié par la loi n°2002-303 du 4 mars 2002) délègue les commissaires aux comptes du secret professionnel à l'égard des membres de l'inspection générale, le cabinet TUILLET a répondu aux questions de la mission mais a refusé de donner accès à ses dossiers de travail (cf. annexe 2.). Ce refus, susceptible de constituer une entrave au contrôle, a limité le périmètre d'audit en empêchant la mission de vérifier la réalité et la portée des investigations relatives aux placements sommairement décrites par le commissaire aux comptes lors de l'entretien.

### **1. LA CAISSE DE RETRAITE DES NOTAIRES ASSURE LA GESTION DE TROIS REGIMES ET A CONSTITUE A CE TITRE ENVIRON 1,5 MDS€ DE RESERVES**

#### ***1.1. Le régime complémentaire d'assurance vieillesse concentre l'essentiel des réserves***

- [66] La caisse de retraite des notaires est une section professionnelle de l'organisation autonome d'assurance vieillesse des professions libérales<sup>14</sup> (OAAVPL), qui se subdivise au total en dix sections professionnelles. Ces 10 sections totalisent plus de 600 000 cotisants auxquels s'ajoutent près de 200 000 allocataires. La CRN, quant à elle, comprend 8 500 cotisants et 6 900 allocataires.
- [67] La CRN a été créée en 1949 afin d'assurer la gestion des régimes d'assurance vieillesse obligatoires institués au profit des personnes exerçant la profession de notaire. A ce titre, la caisse assure la gestion des régimes suivants :
- le régime d'assurance vieillesse de base<sup>15</sup> – par délégation de la CNAVPL – commun à toutes les professions libérales (hors avocats);
  - le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécifique à la profession<sup>16</sup> divisé en deux sections : la section C (anciennement U et A) et la section B<sup>17</sup> ;
  - le régime d'assurance vieillesse complémentaire spécial aux notaires du ressort des cours d'appel de Colmar et Metz<sup>18</sup>.
- [68] A l'origine, le régime de retraite complémentaire était constitué de trois sections : la section Uniforme, la section A et la section B. Le décret n° 2004-1142 du 20 octobre 2004, applicable au 1<sup>er</sup> janvier 2005, regroupe les deux premières (U et A) dans une nouvelle section appelée C.

<sup>14</sup> Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

<sup>15</sup> Loi n° 48-101 du 17 janvier 1948.

<sup>16</sup> Décret n° 49-578 du 22 avril 1949.

<sup>17</sup> Décret n° 62-502 du 13 avril 1962.

<sup>18</sup> Décret n° 51-310 du 3 mars 1951.

- [69] L'adhésion est obligatoire pour les notaires, à l'exception des notaires salariés qui relèvent de la Caisse de Retraite et de Prévoyance des Clercs et Employés de Notaires (CRPCEN). Par ailleurs, pour les notaires relevant des cours d'appel de Colmar et Metz, un régime a été créé en 1951 leur permettant de bénéficier d'une retraite plus importante, destinée à compenser l'absence du droit de présentation.
- [70] Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007, les notaires dirigeants de Sociétés d'Exercice Libéral à Forme Anonyme, de Sociétés par Actions Simplifiées, ainsi que les gérants minoritaires de Sociétés d'Exercice Libéral à Responsabilités Limitées sont affiliés à titre obligatoire<sup>19</sup> au régime complémentaire de la CRN.

### 1.1.1. Le régime de base est commun aux professions libérales

- [71] Le régime d'assurance vieillesse de base est obligatoire et sa gestion est fondée sur le principe de répartition. Conformément à la loi n° 2003-775 du 21 août 2003, le financement est assuré par une cotisation proportionnelle aux revenus non salariés. Ces revenus sont divisés en deux tranches appelées T1 et T2, chacune d'elles étant affectée d'un taux de cotisation de :
- 8,6 % pour la tranche T1 correspondant aux revenus compris entre 0 et 85 % du plafond annuel de la Sécurité Sociale (PASS).
  - 1,6 % pour la tranche T2 dont les revenus sont compris entre 85 % du plafond de la Sécurité Sociale et 5 fois ce plafond.
- [72] Le versement de la cotisation annuelle ouvre droit à l'attribution d'un nombre de points de retraite conformément aux dispositions de l'article D. 643-1 du code de la sécurité sociale. Bien que libellé en points, le fonctionnement du régime s'apparente à celui d'un régime en annuités. La valeur des droits exprimés en points est fixée annuellement par décret.
- [73] La retraite peut être servie à partir de l'âge de 60 ans, âge porté progressivement à 62 ans, sans pénalité d'anticipation si le notaire a acquis le nombre de trimestres requis tous régimes de base confondus. Un coefficient de minoration<sup>20</sup> de 1,25 % par trimestre manquant est appliqué si le notaire demande l'ouverture de ses droits au régime de base avant l'âge réglementaire de 65 ans, porté progressivement à 67 ans, et s'il ne dispose pas de la durée d'assurance nécessaire pour l'obtention d'une pension à taux plein.
- [74] Le montant de la pension de retraite est calculé à partir de trois éléments :
- le nombre de points acquis ;
  - la valeur de service du point ;
  - le taux de liquidation.
- [75] Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2004, le nombre de points attribué annuellement est calculé en fonction des revenus. La cotisation afférente à chaque tranche ouvre droit à l'acquisition d'un nombre de points proportionnel aux cotisations avec un maximum de :
- 450 points pour la Tranche 1 (T1) ;
  - 100 points pour la Tranche 2 (T2).
- [76] Les trimestres cotisés par l'affilié avant le 1er janvier 2004 ont été convertis en points à raison de 100 points par trimestre.

<sup>19</sup> Décret n° 2006-1607 du 14 décembre 2006.

<sup>20</sup> La retraite sans minoration est accordée dès 60 ans en cas d'inaptitude, aux invalides de guerre, aux anciens combattants, sous certaines conditions (L. 36 et L. 37 du code des pensions militaires d'invalidité et des victimes de guerre). Si elle est supérieure au nombre de trimestres requis, un coefficient de majoration de 0,75 % par trimestre supplémentaire sera appliqué.

- [77] En conséquence du mode dégressif d'acquisition des points, le rendement<sup>21</sup> du régime diminue au fur et à mesure que le revenu augmente pour devenir constant au-delà de 5 PASS, lorsque la cotisation et le nombre de points sont plafonnés.
- [78] En cas de décès de l'affilié, une pension de réversion est versée au conjoint survivant :
- aux taux de 54 % sous condition de ressources<sup>22</sup> ;
  - sans condition de durée de mariage ou de remariage.

### 1.1.2. Le régime complémentaire est divisé en deux volets

- [79] Selon l'article 4 des statuts de la CRN, bien qu'appartenant au même régime, les sections B et C comportent des comptabilités entièrement séparées et il ne peut y avoir de confusion ou compensation entre elles.

1.1.2.1. Une première section, la section C, est entièrement fondée sur le principe de la répartition

- [80] La gestion la section C est assurée en répartition : les allocations servies sont proportionnelles au nombre et à l'importance des cotisations versées.
- [81] L'assiette de calcul de la cotisation de la section correspond à la moyenne des produits de base réalisés au cours des trois années précédant l'année antérieure à celle du recouvrement<sup>23</sup> (limitée à trois fois la moyenne générale des produits des Etudes de France), sur lequel est appliqué le taux de 4,5 %. Ce taux de la cotisation est fixé par décret sur proposition du conseil d'administration.
- [82] Le nombre de « points C » acquis par affilié correspond au rapport du montant de la cotisation annelle par le coût d'acquisition du point C. **Cette valeur d'acquisition est calculée de façon à ajuster le nombre de points attribué à chaque notaire de façon à ce que la moyenne sur l'ensemble des notaires soit toujours égale à 900 points**<sup>24</sup>.
- [83] Le mécanisme d'attribution des droits dans la section est « procyclique<sup>25</sup> » en ce sens que plus les produits des études croissent, moins le rendement instantané du régime est élevé. En effet, à effectif de cotisants inchangé, le nombre de points distribuable étant constant, l'augmentation de l'assiette de calcul conduit de manière mécanique à un renchérissement de la valeur d'acquisition. A l'inverse, lorsque les produits des études diminuent, le taux de rendement du régime croît. Ainsi, le taux de rendement instantané du régime passe de 3,47 % en 2009 à 4,12 % en 2012.

**Réponse de l'organisme :** *Le terme « pro cyclique » est utilisé par la Caisse pour signifier que le mécanisme peut comporter des risques en cas de crise où le rendement s'élève au moment où les ressources se réduisent, ce qui s'est produit dans les années 90.*

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

- [84] La valeur de service du point C est fixée quant à elle chaque année par le conseil d'administration.
- [85] Un notaire ayant exercé plus de dix ans bénéficie, à la liquidation de ses droits, d'un nombre de points minimum correspondant à 575 points (« points gratuits ») par année d'exercice.

<sup>21</sup> Le rendement est le rapport entre la valeur de service et la valeur d'acquisition du point.

<sup>22</sup> Réversion du régime de base incluse.

<sup>23</sup> Soit, pour un recouvrement en année n, la moyenne des produits de bases réalisés en année n-4, n-3 et n-2.

<sup>24</sup> Valeur d'acquisition = cotisations de tous les notaires / (nbre de notaires \* 900).

<sup>25</sup> Terme utilisé par l'actuaire de la caisse.

**Réponse de l'organisme :** *Ce minimum provient de la fusion des sections U et A : la section U était forfaitaire, il convenait de préserver un niveau minimum de pension lors de la fusion pour les Notaires ayant de faibles revenus.*

**Observation de la mission :** *Sans doute. La réponse ne contredit pas l'observation qui est maintenue.*

Tableau 2 : Evolution du nombre de points « gratuits » de la section C

Année	Nombre de notaires concernés	Somme des Points gratuits	Somme des Pensions supplémentaires en €*	Pension supplémentaire moyenne en €*
2006	1	3 914	2 371	2 371
2007	7	11 804	7 300	1 043
2008	3	4 828	3 052	1 017
2009	4	2 958	1 922	481
2010	7	16 763	11 035	1 576
2011	5	5 052	3 386	677
2012	5	12 622	8 643	1 729

Source : CRN. (\*)Montant de la pension au moment de l'attribution des points gratuits.

1.1.2.2. Une seconde section, la section B, en partie facultative se caractérise par une gestion individualisée proche de la capitalisation

[86] La section B a été créée en 1962 pour répondre aux vœux du notariat qui souhaitait que la CRN offre aux affiliés la possibilité d'augmenter leur retraite avec :

- une cotisation indépendante des produits réalisés par l'office ;
- un supplément de retraite dont les droits acquis doivent être couverts par des réserves.

[87] La section B est composée de sept classes de cotisations numérotées 0, 1, 2, 3, 4, 6 et 8 en référence au nombre de points susceptibles d'être acquis (cf. *infra*). L'inscription dans une des classes de cette section est obligatoire pour les notaires en exercice ; le choix de la classe elle-même étant laissé à l'appréciation du notaire. En ce sens, la fraction de la cotisation supérieure au niveau nécessaire pour cotiser en classe 1 (voire en classe 0) peut être considérée comme facultative. En l'absence d'indication, le cotisant est affilié en classe 1. En fonction de la classe de cotisation choisie, le notaire se voit attribuer un nombre forfaitaire de points :

- 5 points annuels pour la cotisation de la classe 0 ;
- 10 points annuels pour la cotisation de la classe 1 ;
- 20 points annuels pour la cotisation de la classe 2 ;
- 30 points annuels pour la cotisation de la classe 3 ;
- 40 points annuels pour la cotisation de la classe 4 ;
- 60 points annuels pour la cotisation de la classe 6 ;
- 80 points annuels pour la cotisation de la classe 8.

[88] La cotisation annuelle est égale au nombre de points multiplié par le coût d'acquisition du point B et est **affectée d'un coefficient d'âge**, fixé lors de l'inscription dans une classe, selon le barème figurant aux statuts. Autrement dit, la valeur du point est uniforme au sein de la section B mais le coût d'acquisition est modulé par l'utilisation d'un coefficient tenant compte de l'âge du notaire lors de son affiliation. Ce coefficient est donc figé lors de l'entrée dans une classe.

**Réponse de l'organisme :** *Le coefficient d'âge varie aussi lorsque les Notaires décident de monter en classe. Il y a donc une variation du coefficient d'âge au cours de la carrière, significative du fait même des mécanismes de fonctionnement du régime.*

**Observation de la mission :** *Précision qui n'appelle pas de réponse.*





Tableau 3 : Coefficients d'âge

Age à la date de classement	Coefficient de majoration à appliquer à la cotisation de base de classement	Age à la date de classement	Coefficient de majoration à appliquer à la cotisation de base de classement	Age à la date de classement	Coefficient de majoration à appliquer à la cotisation de base de classement	Age à la date de classement	Coefficient de majoration à appliquer à la cotisation de base de classement	Age à la date de classement	Coefficient de majoration à appliquer à la cotisation de base de classement
25 ans	1,000	40 ans	1,125	55 ans	1,445	70 ans	1,505	85 ans	0,895
26 ans	1,000	41 ans	1,145	56 ans	1,468	71 ans	1,468	86 ans	0,854
27 ans	1,000	42 ans	1,165	57 ans	1,491	72 ans	1,429	87 ans	0,813
28 ans	1,000	43 ans	1,185	58 ans	1,514	73 ans	1,390	88 ans	0,774
29 ans	1,000	44 ans	1,206	59 ans	1,538	74 ans	1,351	89 ans	0,735
30 ans	1,000	45 ans	1,226	60 ans	1,561	75 ans	1,310	90 ans	0,697
31 ans	1,000	46 ans	1,247	61 ans	1,585	76 ans	1,270	91 ans	0,659
32 ans	1,000	47 ans	1,268	62 ans	1,609	77 ans	1,228	92 ans	0,623
33 ans	1,000	48 ans	1,290	63 ans	1,633	78 ans	1,187	93 ans	0,587
34 ans	1,013	49 ans	1,312	64 ans	1,657	79 ans	1,145	94 ans	0,553
35 ans	1,031	50 ans	1,333	65 ans	1,681	80 ans	1,103	95 ans et au-delà	0,519
36 ans	1,049	51 ans	1,355	66 ans	1,648	81 ans	1,061		
37 ans	1,068	52 ans	1,378	67 ans	1,614	82 ans	1,019		
38 ans	1,087	53 ans	1,400	68 ans	1,578	83 ans	0,978		
39 ans	1,106	54 ans	1,423	69 ans	1,542	84 ans	0,936		

Source : CRN, Annexe 6 des statuts.

[89] **La conformité au droit européen de ce dispositif, en partie facultatif, n'a pas été auditée.**

[90] Les valeurs d'acquisition et de service sont déterminées annuellement par le conseil d'administration.

Tableau 4 : Evolution des valeurs d'acquisition

SECTION	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Coût d'acquisition C</b>	12,95 €	13,87 €	14,88 €	16,34 €	17,73 €	18,71 €	18,37 €	17,18 €	16,64 €
<b>Variation</b>	5,11 %	7,10 %	7,28 %	9,81 %	8,51 %	5,53 %	3,58 %	-6,48 %	-3,14 %
<b>Valeur de service C</b>	0,5816 €	0,5927 €	0,6058 €	0,6185 €	0,6321 €	0,6498 €	0,6583 €	0,6702 €	0,6848 €
<b>Variation</b>	2,00 %	1,90 %	2,20 %	2,10 %	2,21 %	2,80 %	3,58 %	3,90 %	4,12 %
<b>Coût d'acquisition B</b>	142,72 €	148,76 €	155,08 €	161,44 €	167,56 €	173,76 €	178,28 €	185,40 €	194,44 €
<b>Variation</b>	4,14 %	4,23 %	4,25 %	4,10 %	3,79 %	3,70 %	2,60 %	3,99 %	4,88 %
<b>Valeur de service B</b>	13,56 €	13,78 €	14,02 €	14,24 €	14,48 €	14,68 €	14,72 €	14,92 €	15,14 €
<b>Variation</b>	1,65 %	1,62 %	1,74 %	1,57 %	1,69 %	1,38 %	0,27 %	1,36 %	1,47 %

Source : CRN.

[91] Les effectifs sont passés de 8 009 en 2006 à 8 356 en 2011 ; l'essentiel de cette augmentation est due à la classe 1.

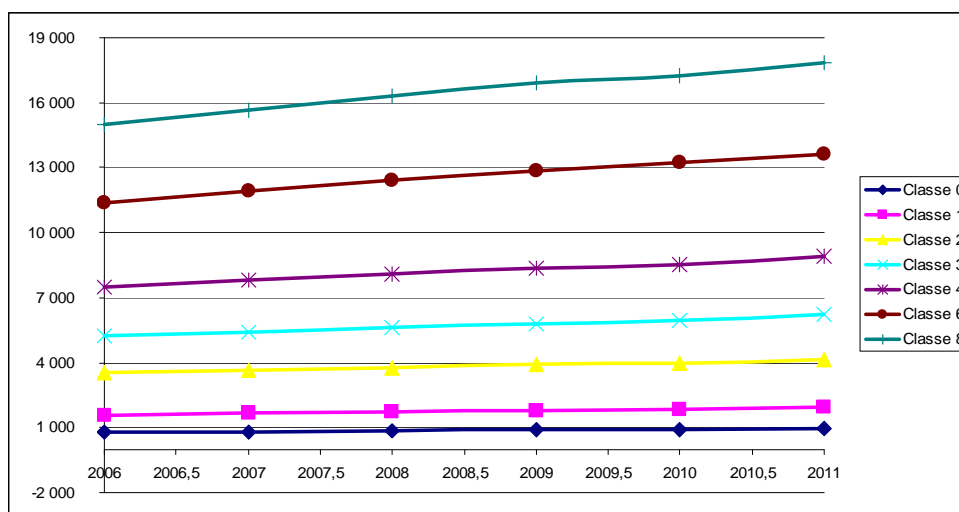
Tableau 5 : Evolution des effectifs par classe de cotisation

Classe de cotisation	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0	1 623 €	1 648 €	1 619 €	1 678 €	1 660 €	1 587 €
Evolution		1,5%	-1,8%	3,6%	-1,1%	-4,4%
1	2 136 €	2 204 €	2 269 €	2 425 €	2 538 €	2 593 €
Evolution		3,2%	2,9%	6,9%	4,7%	2,2%
2	1 307 €	1 337 €	1 355 €	1 326 €	1 323 €	1 411 €
Evolution		2,3%	1,3%	-2,1%	-0,2%	6,7%
3	613 €	573 €	579 €	568 €	581 €	602 €
Evolution		-6,5%	1,0%	-1,9%	2,3%	3,6%
4	1 190 €	1 197 €	1 176 €	1 141 €	1 092 €	1 099 €
Evolution		0,6%	-1,8%	-3,0%	-4,3%	0,6%
6	519 €	526 €	530 €	518 €	502 €	510 €
Evolution		1,3%	0,8%	-3,2%	-2,1%	1,6%
8	621 €	637 €	627 €	598 €	563 €	554 €
Evolution		2,6%	-1,6%	-5,7%	-4,7%	-1,6%
<b>Total</b>	8 009 €	8 122 €	8 155 €	8 242 €	8 259 €	8 356 €
<b>Evolution</b>		1,4%	0,4%	1,1%	0,2%	1,2%

Source : CRN.

[92] Compte tenu des règles de fonctionnement de la section B, la cotisation annuelle moyenne varie en fonction des coefficients d'âge cités plus haut. Une progression de la cotisation moyenne traduit donc un vieillissement de l'effectif cotisant de la classe en question.

Graphique 2 : Cotisation annuelle moyenne (€)



Source : CRN.

- [93] Sur demande de l'affilié, des rétrogradations de classe sont possibles. Néanmoins, si les notaires âgés de cinquante-huit ans ou plus peuvent obtenir leur inscription dans une classe de cotisation inférieure sans perte de points, ceux de moins de cinquante-huit ans voient le compte de points qu'ils ont acquis à la date du déclassement amputé du nombre de points dépassant celui qu'ils auraient acquis s'ils avaient cotisé dans la nouvelle classe pendant la période où ils étaient inscrits dans la classe supérieure. Les points rachetés sont également diminués s'ils dépassent ceux que les cotisants auraient pu acheter dans la classe inférieure. A titre dérogatoire et par décision du conseil d'administration, ce nombre de points peut être maintenu, en partie ou en totalité, à la demande du notaire qui justifie d'une « diminution réelle » de ses capacités contributives.

### 1.1.3. Le régime spécial complémentaire des cours d'appel de Colmar et Metz

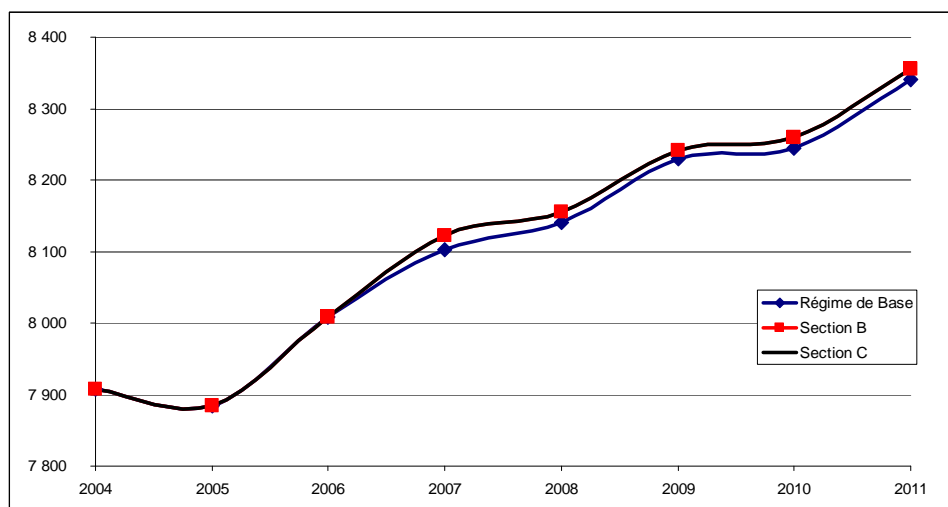
- [94] Hors du dispositif précédent, pour les notaires relevant des cours d'appel de Colmar et Metz, un régime spécial d'assurance vieillesse complémentaire obligatoire a été instauré en 1951.
- [95] Ce régime a été instauré afin de permettre aux notaires des cours d'appel de Colmar et Metz de majorer leur retraite dans la mesure où ils ne bénéficient pas du droit de présentation.
- [96] La cotisation supplémentaire de ce régime d'assurance vieillesse est fixée chaque année par le conseil d'administration de la caisse dans le cadre du décret n° 63-106 du 8 février 1963.

### 1.1.4. La démographie est marquée par une croissance du nombre de retraités bien plus forte que celle des effectifs cotisants

- [97] Hors régime de Colmar et Metz, la CRN couvre, au 31 décembre 2011, une population de bénéficiaires de près de 6 700 personnes – dont 4 200 retraités de droits directs et 2 500 conjoints survivants – pour 8 300 actifs cotisants et environ 300 adhérents en attente de liquidation.
- [98] La mission n'a pu disposer de données antérieures à 2004 ; il lui a été indiqué que le changement de système informatique en 2005 avait conduit à la perte des historiques<sup>26</sup> et que la collecte de ces données demanderait de nombreux efforts. La disponibilité d'un suivi sur longue période des cotisants n'apparaîtrait pas anormale dans un régime de retraite.

<sup>26</sup> Seules ont été conservées les données permettant d'effectuer les paiements (cotisants en exercice ou hors exercice si un conjoint survivant est connu, stocks de points, cotisations dues ...). En particulier, les données

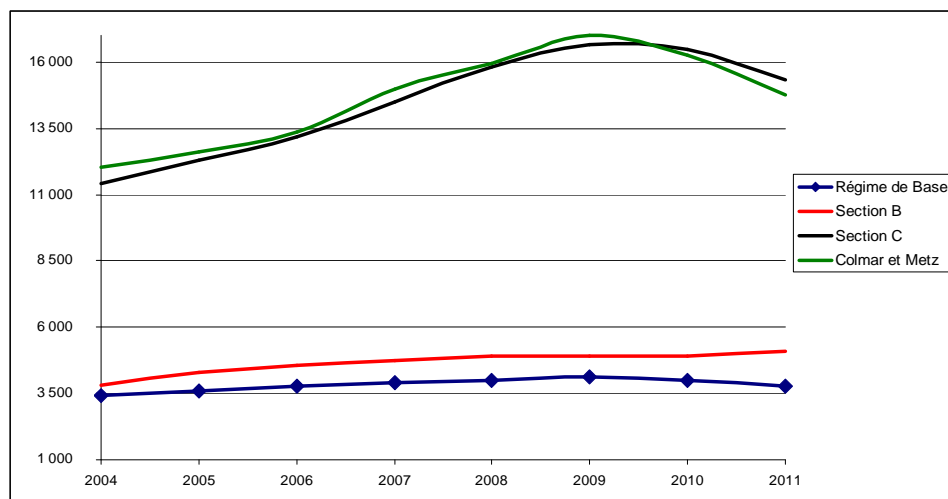
Graphique 3 : Evolution du nombre de cotisants par régime (hors Colmar et Metz)



Source : CRN.

- [99] Au 31 décembre 2011, l'âge moyen de liquidation s'établissait à 64,5 ans.
- [100] Le régime de Colmar et Metz compte, quant à lui, 250 cotisants pour 155 bénéficiaires dont 87 retraités de droits directs.
- [101] Les niveaux de cotisation du régime de Colmar et Metz sont relativement proches de ceux de la section C du régime complémentaire et suivent la même tendance.

Graphique 4 : Cotisation annuelle moyenne (€)

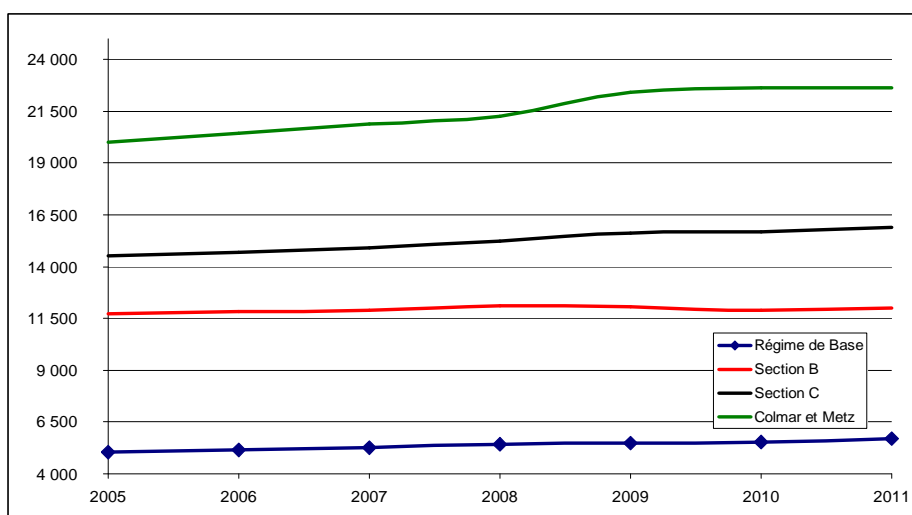


Source : CRN.

relatives aux notaires décédés ne sont pas disponibles (cotisants décédés sans conjoint survivant connu, détail des cotisations soldées ou des allocations servies avant 2004,...).

- [102] Bien que la cotisation annuelle moyenne au régime de base soit proche de celle de la section B du régime complémentaire, il en va différemment des pensions correspondantes. Ces dernières ne sont en effet pas directement comparables par suite des modes de gestion distincts des deux régimes. La section B se fondant sur une gestion individuelle « en partie par capitalisation », le niveau des pensions à un instant donné ne peut être appréhendé par le niveau des cotisations au même instant ; qui plus est sur un périmètre de cotisants distinct.

Graphique 5 : Pension moyenne annualisée (droits directs) (€)



Source : CRN.

- [103] La relative stagnation des montants moyens des pensions face à la croissance du nombre de cotisants et de la cotisation de la section C s'explique, en partie, par le différentiel de taux de croissance entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités. Si le premier s'établit aux environs de 1 % depuis plusieurs années, le nombre de retraités de droits directs croît lui de 8 % par an.

## 1.2. *Le résultat financier et sa volatilité déterminent dans une large mesure le résultat net*

### 1.2.1. **L'information diffusée par les rapports d'activité est peu détaillée et parfois incohérente**

- [104] La mission a demandé à la caisse de lui fournir les rapports d'activité pour la période sous revue. La revue détaillée de ces documents figure à l'annexe 3. 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.

- [105] La gestion technique déficitaire au début des années 2000 devient excédentaire par la suite d'un montant qui est, en moyenne, de 39,4 M€ entre 2006 et 2011.

Tableau 6 : Résultat annuel et décomposition globale (M€)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat annuel dont <sup>27</sup> :	32,8	-1	-65,8	72,5	83,2	142,1	116,2	98,3	-208,3	258,2	122,1	-86
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
<b>Gestion financière</b>	<b>38,8</b>	<b>-0,03</b>	<b>-71,5</b>	<b>61,2</b>	<b>63,8</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>
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

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

- [106] Le résultat financier détermine largement le résultat annuel et traduit la volatilité inhérente aux choix d'investissements retenus par la caisse.
- [107] Les rapports 2009 et suivants 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).
- [108] On passe d'un chiffrage des actifs financiers en valeur d'acquisition à une valeur de marché sans que le passage entre les deux modes d'évaluation soit explicité. 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 marché.
- [109] **Sur la période, on constate *in fine* une information de moins en moins détaillée et 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'apparaît jamais dans les documents. Aucun indicateur du niveau de risque du portefeuille n'est fourni.**
- [110] S'agissant de la gestion financière, le mot du directeur donne une décomposition plus fine du portefeuille et fournit des données de rendement qui, pour une large part, doublonnent celles figurant dans la partie précédente.
- [111] L'articulation entre les deux parties du rapport d'activité n'est pas parfaite. En 2006, le directeur indique que le rendement de la trésorerie est de 2,64 % (contre EONIA<sup>28</sup> 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.
- [112] On retrouve en 2010 dans le rapport du directeur des éléments plus complets sur la gestion immobilière qui compensent partiellement la perte d'information dans la partie comptes.

**Recommandation n°1 : 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 afin de constituer un véritable outil à destination des administrateurs et des affiliés.**

**Recommandation n°2 : Inclure des éléments sur les risques dans ce document.**

<sup>27</sup> Le total des gestions du tableau n'est pas égal au résultat annuel notamment car l'action sociale n'est pas intégrée cf. annexe 3.

<sup>28</sup> Taux au jour le jour du marché monétaire européen. C'est un taux moyen pondéré par les transactions déclarées par un échantillon représentatif d'établissements (les mêmes que pour l'EURIBOR). Il est publié par la Fédération Bancaire de l'Union Européenne.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN va mettre en place un rapport financier intitulé selon les termes du règlement financier de la CRN « Rapport sur les orientations générales de la politique de placement ». Comme le souligne à juste titre la mission, il convient d'éviter les redondances mais également de vérifier l'exhaustivité de l'information à diffuser aux administrateurs et affiliés de la CRN.*

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

### 1.2.2. Les comptes font l'objet d'une certification depuis l'exercice 2008

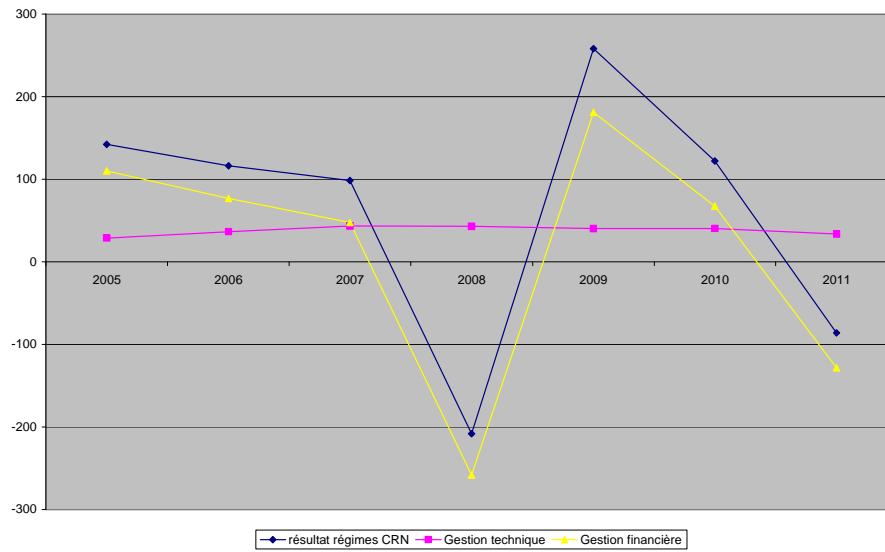
[113] La mission a procédé à la revue des états financiers et de leurs documents annexes pour les années 2006 à 2011, de manière globale pour les bilans et comptes de résultat, de manière plus détaillée pour la gestion financière et la gestion immobilière. L'analyse faite ici est globale et non par régime (cf. annexe 4).

Tableau 7 : Résultat décomposition par gestion (M€)

M€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Régimes 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
Gestion financière	110	76,8	47,5	-258,2	180,8	67,3	-128,3
Gestion immobilière	5,8	5,4	10	9,4	37,7	14,9	9,1
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.

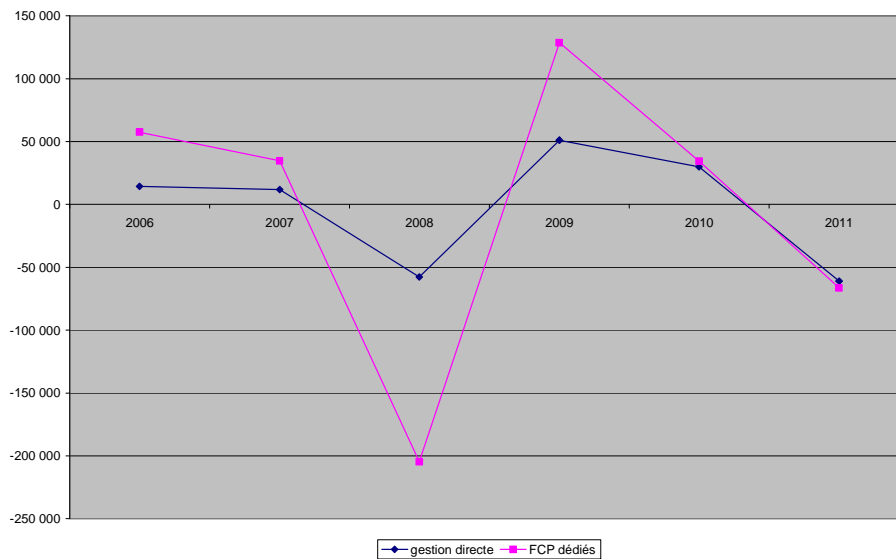
Graphique 6 : Les résultats par gestion (M€)



Source : *Exploitation des états financiers.*

- [114] En matière purement financière, la gestion déléguée contribue plus fortement au résultat financier, qu'il soit positif ou négatif.

Graphique 7 : Contribution gestion directe gestion déléguée opérations en capital(K€)

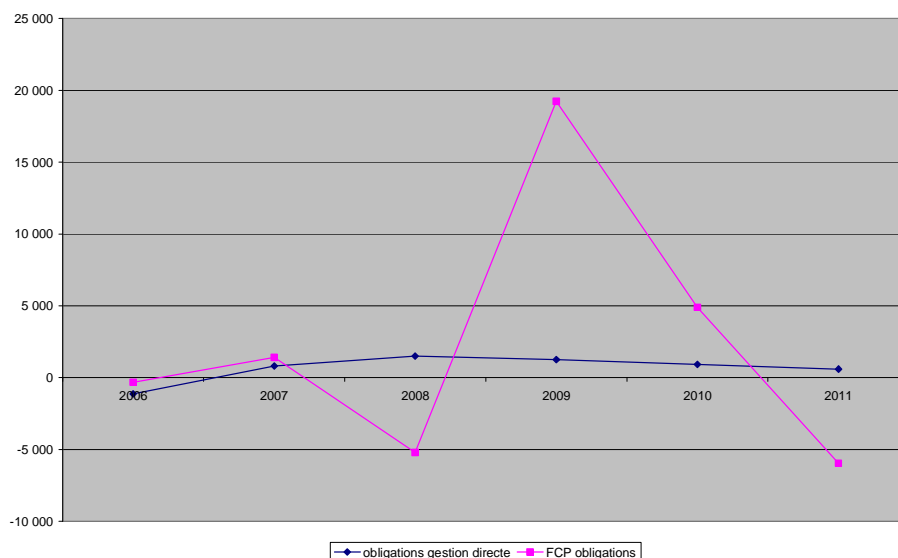


Source : *Exploitation des états financiers*

- [115] Pendant la crise de 2008, la gestion directe contribue moins aux pertes, alors qu'en 2011, les contributions sont comparables.



Graphique 8 : Contribution gestion directe et déléguée obligations opérations en capital (K€)



Source : Exploitation des états financiers

- [116] 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 régulier et positif. Il est le résultat de l'encaissement des coupons successivement détachés par les obligations.
- [117] *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 volatil et peut conduire à des gains et des pertes importants. Comme en témoigne le compte-rendu de la commission des placements du 12 mars 2009, la caisse est très au fait de ce sujet : « *Le Président CRESPEL fait observer que ce qui est regrettable, c'est de perdre de l'argent avec les obligations et indique qu'il conviendrait de les gérer en direct et de les conserver jusqu'à leur échéance.* »
- [118] Si on ne peut bien évidemment pas reprocher à la caisse ses fortes pertes en période de crise, il est toutefois intéressant de remarquer que la CRN enregistre des résultats positifs et réguliers, apparemment décorrélés des turbulences de marchés et peu coûteux en frais de gestion, pour ce qui est du portefeuille obligataire géré en direct.
- [119] Au total, il est légitime de se demander s'il est prudent pour une caisse de retraite de permettre de fortes variations de son actif (et donc potentiellement de fortes pertes) dont les montants peuvent être bien supérieurs à ses cotisations ou à ses prestations.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN a constaté lors de la crise de liquidité de 2008, une très forte volatilité des cotations des obligations, celle-ci s'est traduite dans les résultats constatés en 2008 au fait de la méthode de valorisation « mark to market ». Ces fortes variations sont plus marquées au sein des portefeuilles de la gestion déléguée. En 2009, mais également en 2011, la commission des placements a modifié les cahiers des charges des fonds dédiés obligataires vers une gestion dite « Buy and hold » et, en retenant comme indicateur de performance, le taux de rendement actuariel. La gestion sous forme d'OPCVM ouverts a également été orientée et renforcée en ce sens. D'autre part, comme le souligne à juste titre la mission, la commission des placements a augmenté le poids de la gestion directe obligataire avec cette même volonté de conservation du titre jusqu'à son échéance.*

**Observation de la mission :** *Plus simplement et avec moins de jargon financier, la réponse signifie que la caisse a constaté en 2008, y compris pour les obligations, que la gestion active (et non la détention des obligations à leur terme) qu'elle avait choisie générait des pertes et a réorienté sa gestion vers une gestion plus passive. La réponse confirme donc les observations 116 à 119 qui sont maintenues.*

### 1.3. La caisse a massivement recours à la gestion déléguée

[120] Le portefeuille est pour l'essentiel composé de FCP dédiés<sup>29</sup> 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 8 : Portefeuille de la CRN en valeur de réalisation (M€)

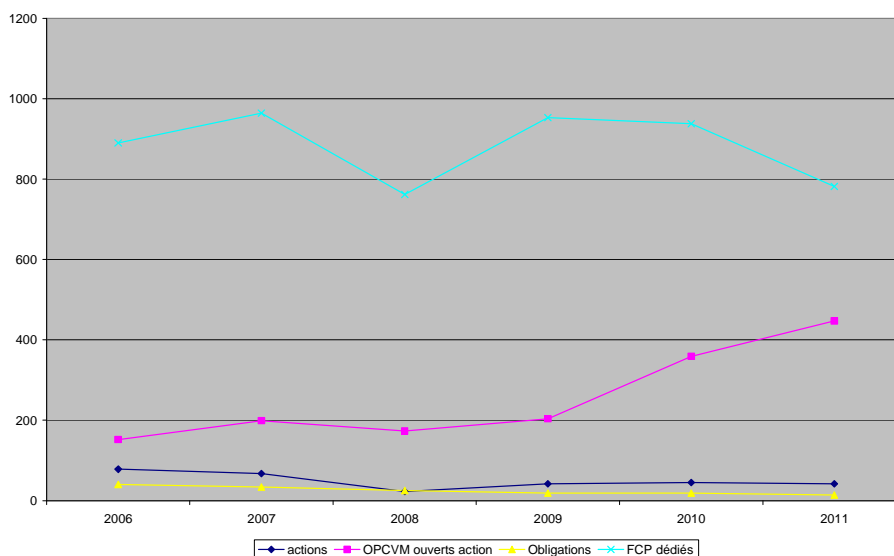
	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
Actions	78	7 %	67	5 %	23	2 %	41,5	3%	45	3%	42	3%
OPCVM ouverts action	152	13 %	199	16 %	173	18 %	204	17%	359	26%	447	35%
Obligations	40	3 %	34	3 %	25	3 %	19	2%	19	1%	14	1%
FCP dédiés	890	77 %	964	76 %	762	78 %	953	78%	938	69%	782	61%
Total	1 160	100 %	1 264	100 %	983	100 %	1 217,5	100%	1 361	100%	1 285	100%

Source : CRN.

[121] La crise de 2008 a amené la caisse à constater que la gestion déléguée sur mesure (FCP dédiés) n'était pas obligatoirement plus performante et moins risquée que celle découlant de la souscription d'OPCVM ouverts. Ce constat conduit depuis à un renforcement de la part des OPCVM ouverts au détriment des OPCVM dédiés.

<sup>29</sup> Un FCP dédié est un fonds dont la gestion est dédiée à la caisse. Dans le cas présent, la caisse est le seul souscripteur de ces FCP et conclut des conventions spécifiques avec les sociétés de gestion. La différence avec un OPCVM est de taille. Dans ce dernier cas, l'OPCVM est ouvert à tout investisseur et il est délicat de négocier les modes et conditions de gestion.

Graphique 9 : Evolution des différentes catégories d'actifs détenus



Source : CRN.

- [122] Les modes de gestion de la caisse, qui réalise des allers-retours en fin d'année, font qu'il n'y que très peu de plus ou moins-values latentes. Valeurs comptables et valeurs de réalisation sont ainsi proches.
- [123] Pour ce qui est des placements immobilier qui ne font bien évidemment pas l'objet d'allers-retours, les plus values sont de 212 M€ fin 2011, dont 208 M€ au titre des placements « détenus » par la section B.

## 2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT DE LA CRN, NON FORMALISEE ET NON APPUYEE SUR UNE ALLOCATION STRATEGIQUE D'ACTIFS, EST QUASI INEXISTANTE

- [124] Selon l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale, le conseil d'administration de la caisse approuve annuellement, après avis d'une commission financière constituée en son sein, un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placement des actifs.
- [125] Le code de la sécurité sociale pose le principe de la réalisation d'études actuarielles afin de déterminer lesdites orientations. En effet, le rapport mentionné à l'article R. 623-10-4 doit s'appuyer sur une analyse de l'évolution des marchés financiers au cours des douze derniers mois au regard des tendances de long terme et sur l'expertise prévue à l'article R. 623-10-3. A partir de cette analyse et en tenant compte de l'horizon de placement et des recettes attendues, du portefeuille détenu, des critères de rendement et de risque ainsi que du principe de prudence, le rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le décret n°2002-1314.
- [126] Ces dispositions réglementaires découlent de considérations relevant de la théorie financière. La définition des objectifs de la détention de réserves est en effet la condition *sine qua non* d'une analyse aboutissant à une allocation stratégique d'actifs. Des régimes distincts présentent des contraintes et des objectifs propres conduisant à des allocations d'actifs particulières et adaptées aux besoins exprimés. Ne pas définir ce qui est attendu des réserves conduit à ne pas appuyer les choix d'investissements sur les besoins des régimes et à les priver des fondements assurant la définition d'un couple rendement-risque cohérent avec ces choix.
- [127] La caisse fait appel aux cabinets WINTER & ASSOCIES et INSTI7 afin de conduire les études nécessaires à l'élaboration de sa politique de placement.

[128] Les études annuelles conduites par le cabinet de conseil en actuariat WINTER & ASSOCIES ont vocation, d'une part, à évaluer les engagements relatifs aux sections B et C considérées individuellement et, d'autre part, à permettre la mise en place d'indicateurs pertinents dans le cadre du pilotage des sections. Ces études permettent d'appréhender la nature et le montant des engagements à l'horizon 2060 et constituent donc le pré requis à tout investissement. L'analyse par la mission de ces études se trouve en annexe 5.

[129] Les travaux menés par le cabinet de conseil permettent également d'évaluer la sensibilité des résultats aux paramètres utilisés. En particulier, le cabinet de conseil mène un test ayant vocation à illustrer les impacts produits sur la section C par une baisse de 30 % du revenu professionnel.

**Réponse de l'organisme :** *La baisse du revenu professionnel découle d'une baisse des produits, elle est même logiquement plus réactive. L'analyse est menée sur l'assiette des recettes de la section que sont les produits demi-nets.*

**Observation de la mission :** *Précision qui n'appelle pas de réponse.*

[130] Les études menées par INSTI7 ont vocation à définir une allocation stratégique d'actifs en s'appuyant sur les travaux menés par le cabinet WINTER & ASSOCIES

**2.1. Les études actuarielles sur lesquelles se fondent les études visant à définir l'allocation stratégique d'actifs posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes**

**2.1.1. Les hypothèses économiques et actuarielles sont globalement en ligne avec l'expérience mais empreintes d'optimisme en ce qui concerne le taux de rendement financier anticipé**

[131] La question des hypothèses est abordée plus en détail à l'annexe 5. Cependant, la question du choix du taux d'actualisation des engagements appelle des observations d'importance.

[132] Le taux d'actualisation retenu est de 2 %. Pour le cabinet WINTER & ASSOCIES, ce taux apparaît cohérent avec le contexte économique actuel. Toutefois, le cabinet est conscient que ce dernier demeure supérieur au taux maximal applicable aux engagements des entreprises d'assurance qui s'élève à 1,75 %<sup>30</sup> fin 2011. 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).

[133] La mission se permet de rappeler que l'hypothèse relative au taux d'actualisation est majeure et que son impact sur les résultats est potentiellement plus important que celui du choix de la table de mortalité. Si la réglementation applicable aux organismes assureurs limite le niveau de taux c'est afin d'éviter la minoration de l'évaluation des engagements en escomptant leur couverture par des produits financiers futurs trop importants. *In fine*, un taux d'actualisation réel<sup>31</sup> de 2 % suppose que la caisse soit en mesure de dégager un rendement financier annuel de ce même montant et cela sur toute la durée de la projection, soit plusieurs dizaines d'années.

**Recommandation n°3 :** **Compte tenu de la capacité de la caisse à dégager un rendement compatible avec celui retenu par les études actuarielle, des mesures de sensibilité se fondant sur des taux d'actualisation plus faibles gagneraient à être menées.**

<sup>30</sup> Soit 60 % du taux moyen des emprunts d'Etat calculé conformément aux dispositions du code des assurances.

<sup>31</sup> Par opposition à nominal.

**Réponse de l'organisme :** *On rappellera que le taux d'actualisation utilisé dans l'évaluation des engagements des organismes assureurs est fonction des générations successives d'engagements pris. En effet, dans le cadre d'une gestion actif-passif, les actifs sont acquis en fonction des actifs que l'on peut acquérir à un instant donné sur le marché lorsque les cotisations sont versées. De ce fait, le taux d'actualisation des opérations des assureurs vie est, dans une période de taux d'intérêt décroissants, toujours supérieur au taux d'intérêt instantané. En conséquence, un taux de 2 % aujourd'hui n'apparaît pas aberrant ; de grands régimes de retraite ont, du fait de l'ancienneté des cotisations de leurs adhérents, des taux d'actualisation globaux significativement supérieurs à 2 % aujourd'hui. La réalisation de tests de sensibilité complémentaires est naturellement toujours possible. Il conviendra alors de choisir une gamme de taux à tester, étant entendu qu'il paraît souhaitable de ne pas changer cette gamme trop souvent de manière à permettre d'assurer le pilotage par la Caisse d'une analyse comparative dans le temps de la situation du régime à hypothèses financières, donc exogènes, inchangées.*

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

**Observation de la mission :** *1-Comme le rappelle la caisse, si lors de la souscription d'un contrat d'assurance, le taux d'actualisation est prudemment limité, il se peut, en cas de baisse des taux, que le taux d'actualisation moyen des engagements passés soit supérieur au taux auquel pourraient être actualisés de nouveaux engagements. Si la réglementation prudentielle autorise l'actualisation à un taux passé, qui peut-être n'est plus prudent à un instant t, cela s'explique par une contrepartie non négligeable. En cas de rendement de l'actif insuffisant, l'insuffisance doit être provisionnée intégralement par l'organisme d'assurance. Ceci incite les organismes assureurs à acquérir, lors de la proposition des contrats, des obligations afin d'assurer un adossement cohérent en matière de taux. De plus, le taux auquel fait référence la caisse est le taux contractuellement garanti par l'organisme assureur. Or la caisse n'est ni assujetti à une telle réglementation prudentielle ni dans l'obligation de garantir un taux de revalorisation à ses adhérents.*

**Observation de la mission :** *2-Au demeurant, la réponse de la caisse ne traite pas l'observation puisqu'elle fait référence au taux d'actualisation des engagements passés d'un assureur là où la mission appelle l'attention sur le taux de projection du rendement futur des actifs financiers. Si les notions ont des liens, les deux ne se confondent pas. In fine, autant la situation de la caisse (qui n'est pas un organisme assureur soumis à une réglementation prudentielle contraignante) que le principe de prudence prônent l'utilisation d'un taux plus prudent lors des simulations d'actifs, au moins à titre d'information.*

[134] Par ailleurs, les coefficients de décote en fonction de l'âge de départ à la retraite tout comme les coefficients de rachat pour anticipation en fonction de l'âge de départ sont, conformément aux statuts de 2005, calculés sur la base de la table TPRV-1952, d'un taux d'actualisation de 3 %, d'un taux de réversion de 60 %, d'un taux de chargement de gestion de 3 % et d'un écart d'âge de quatre ans entre conjoints. Or, sur ces points (et en particulier sur la question de la table de mortalité), la modélisation technique réalisée par le cabinet de conseil, et validée par la caisse, diffère des statuts.

**Recommandation n°4 :** **Assurer la cohérence entre les choix de modélisation et les statuts.**

**Réponse de l'organisme :** *Les tables de référence sont les tables TPRV-1993. Comme le souligne le rapport, il paraît important d'assurer la cohérence entre les choix de modélisation et les statuts. Il convient en revanche de ne pas créer une règle de lien trop contraignante. Devoir en permanence modifier les taux ou les tables applicables aurait sans aucun doute des effets préjudiciables car cela créerait de l'instabilité dans les paramètres sans pour autant que cette démarche soit significative et aisément intelligible pour les affiliés. On note qu'un certain nombre de dispositifs existent dans les règles prudentielles (par exemple des institutions de prévoyance) pour lisser les mécanismes de lissage de paramètres actuariels de ce type, par exemple la référence à des périodes pluriannuelles pour les taux d'intérêt utilisés pour l'actualisation des engagements des régimes de retraite en points. L'ensemble de ces mécanismes, sans masquer les tendances, vise à éviter des phénomènes qui ne sont pas tous très importants et provoqueraient des mouvements conjoncturels sans réelle signification. Au demeurant et dans le cas d'espèce, il n'y a pas de risque majeur.*

**Observation de la mission :** Vu.

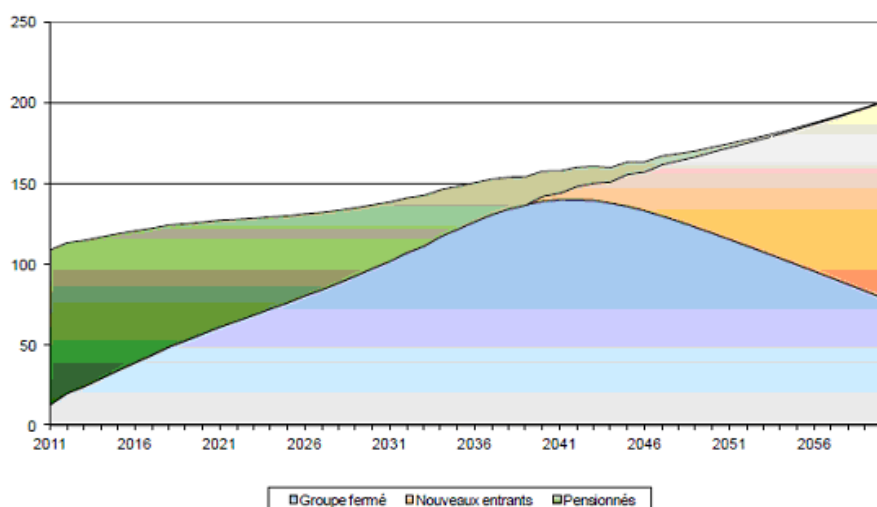
### **2.1.2. La section C présente des réserves particulièrement élevées pour un régime géré selon les principes de la répartition**

- [135] Fin 2011, la valeur de réalisation des réserves détenues par la CRN au titre de la section C du régime complémentaire s'établit à 781,6 M€.
- [136] L'évaluation des engagements et des rendements<sup>32</sup> d'équilibre montre que l'acquisition de points par un affilié dégage par nature un excédent de ressources pour la section, et ce quel que soit l'âge de l'affilié. En effet, le taux de rendement distribué par la section C est substantiellement inférieur au taux de rendement théorique d'équilibre actuariel.
- [137] Sur la base des hypothèses retenues, les projections réalisées en groupe fermé par le cabinet WINTER & ASSOCIES évaluent le taux de couverture des engagements, par les seuls cotisants actuels, à plus de 60 %. 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 versées (ou à verser) par cette même population.
- [138] Afin de mesurer l'impact de la gestion par répartition, le cabinet de conseil prend en compte les évolutions des effectifs en accord avec le jeu d'hypothèses retenues par la direction. Les projections en groupe ouvert concluent à une multiplication par trois des réserves à l'horizon 2040.

---

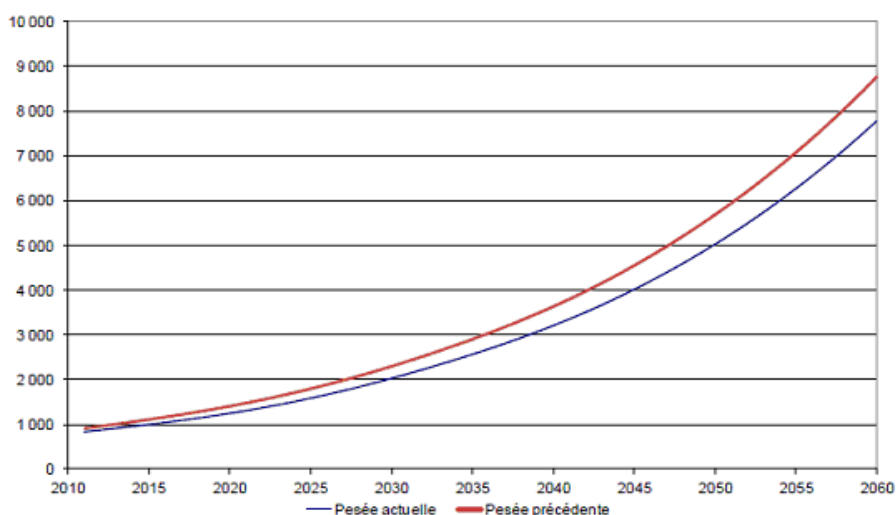
<sup>32</sup> Le taux de rendement visé correspond ici au rapport de la valeur de service du point par sa valeur d'acquisition et non au rendement financiers des actifs.

Graphique 10 : Evolution des prestations de la section C (M€)



Source : WINTER & ASSOCIES.

Graphique 11 : Evolution des réserves de la section C en groupe ouvert



Source : WINTER & ASSOCIES.

[139] Cette vision déterministe mérite cependant d'être nuancée, d'une part, du fait du taux d'actualisation de 2% retenu<sup>33</sup>, et d'autre part, en raison de la sensibilité importante des résultats à la réalité de la gestion et des performances futures des réserves.

[140] Même en cas de chute de 30 % des revenus de la profession, les réserves de la section resteraient supérieures à plus de 700 M€. 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 ; sa viabilité en groupe ouvert est supérieure à 40 années.

<sup>33</sup> Les tables de mortalité utilisées sont les tables générationnelles TGH05 et TGF05 utilisées par les organismes assureurs pour la tarification et le provisionnement de leurs rentes. L'adéquation de ces tables à la population des notaires n'a pas été évaluée.

**2.1.3. En revanche, la section B, en partie facultative, qui permet l'acquisition de droits individuels gérés « en partie par capitalisation » n'est couverte qu'à 50 % par ses réserves**

- [141] Fin 2011, la valeur de réalisation des réserves détenues par la CRN au titre de la section B du régime complémentaire s'établit à 915,4 M€.
- [142] La modélisation de la section B se fonde sur des hypothèses identiques à celles de la section C et sur une méthodologie comparable.
- [143] **Sur la base d'une évaluation des actifs financiers intégrant les plus values-latentes non obligatoires<sup>34</sup> 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. Ce taux est en diminution par rapport au taux de couverture mesuré à fin 2010 dans des conditions d'hypothèses identiques.**

**Réponse de l'organisme :** *On notera tout d'abord que la modélisation de la section B ne prévoit pas d'analyse en groupe ouvert puisque le régime est lié à des versements largement facultatifs. L'analyse a en outre été menée par analogie avec des régimes de retraite partiellement préfinancés et, dans ces conditions, il paraissait opportun de ne pas anticiper des reversements au demeurant largement facultatifs. Les résultats de l'exercice 2011 sont très largement liés aux effets de la crise financière.*

**Observation de la mission :** *Précision qui n'appelle pas de réponse.*

- [144] En fonction des hypothèses retenues et du taux d'actualisation de 2 %, le taux de rendement d'équilibre<sup>35</sup> peut être estimé à environ 5,44 %. L'évolution du taux de rendement découlant des décisions du conseil d'administration de la caisse depuis 2005 (6,99 % en 2011 contre 7,15 % fin 2010 et près de 10 % en 2000) s'inscrit ainsi dans la ligne des recommandations du cabinet de conseil. **Le conseil d'administration a initié la décroissance du rendement réel, décroissance que le cabinet de conseil préconise de maintenir pendant les dix prochaines années à un rythme soutenu.**
- [145] **Le rendement 2011 reste toutefois au-dessus du rendement qui permettrait d'assurer l'équilibre du régime sur le long terme.**

**2.2. La modélisation financière, critiquable sur le plan théorique, ne définit ni les objectifs que les placements doivent atteindre afin de satisfaire les besoins de financement des régimes ni l'appétence au risque de la caisse**

- [146] Sur le plan opérationnel, l'allocation stratégique d'actifs est le résultat d'un processus fondé sur des études s'attachant, d'une part, à modéliser, évaluer et projeter les besoins de financement des régimes et, d'autre part, à modéliser, projeter et sélectionner les placements répondant à ces mêmes besoins tout en satisfaisant, à la fois, des contraintes techniques liées à la gestion des régimes et des contraintes économiques en relation avec l'appétence au risque de la caisse.

<sup>34</sup> Massivement dans l'immobilier compte tenu de la politique d'aller-retour de la caisse.

<sup>35</sup> Tenant compte du financement des droits par les cotisations et les réserves.



**Réponse de l'organisme :** *Sur le plan opérationnel, l'allocation stratégique d'actifs est bien le résultat d'un processus fondé sur des études s'attachant, d'une part, à modéliser, évaluer et projeter les besoins de financement des régimes et, d'autre part, à modéliser, projeter et sélectionner les placements répondant à ces mêmes besoins tout en satisfaisant, à la fois, des contraintes techniques liées à la gestion des régimes et des contraintes économiques en relation avec l'aversion au risque de la Caisse. Les objectifs ont été clairement abordés : il s'agit de définir un ensemble de rentabilités sous certaines hypothèses permettant de répondre aux besoins de la Caisse sur une chaîne d'horizons. Prendre plus ou moins de risque, être plus ou moins rentable à tel ou tel horizon, se répercute nécessairement sur la capacité à répondre aux besoins de financement, mais aussi sur la date à partir de laquelle ceux-ci ne peuvent plus être assurés. L'aversion au risque est bien sûr prise en compte dans l'analyse à travers l'évaluation des projections dans différents scénarii.*

**Observation de la mission :** *Ces affirmations non étayées ne répondent pas précisément aux observations de la mission qui sont maintenues.*

[147] Depuis 2008, la CRN fait appel au cabinet INSTI7 et renouvelle les études correspondantes tous les trois ans. La méthodologie et l'approche choisies étant stables au cours du temps, seule la dernière étude, celle de 2011, est ici analysée.

### **2.2.1. La méthodologie retenue ne réserve pas une place suffisante aux besoins des régimes**

[148] L'étude conduite par le cabinet INSTI7 est synthétisée au sein d'un document intitulé « Etude actif-passif » datant de novembre 2011. Ce document se présente sous la forme d'une succession de diapositives PowerPoint consistant en des graphiques dont l'interprétation, faute de texte, incombe au lecteur. Toutefois, si l'analyse ne fait pas l'objet de développements rédigés, les conclusions prennent la forme d'une page qui l'est entièrement (pour chaque section) résumant les propositions d'allocations et des recommandations de mise en œuvre.

**Réponse de l'organisme :** *Il s'agit bien d'un document de synthèse, regroupant une sélection des différents documents intermédiaires, produits, analysés, présentés, complétés et largement commentés en commission, et qui ont amené à une série de conclusions pleinement explicitées.*

**Observation de la mission :** *La mission se fonde sur les documents qui lui ont été transmis et sur les entretiens qu'elle a menés. La mission a demandé, à plusieurs reprises, l'ensemble des documents relatifs aux études. Si la CRN n'a pas transmis certains documents, invoquer l'argument en réponse est pour le moins osé. En l'absence d'autres éléments, les observations sont maintenues et les précisions à apporter aux futurs documents restent d'actualité.*

[149] Une annexe rédigée présente toutefois les grandes lignes de la démarche de modélisation suivie et l'approche choisie afin de procéder à la sélection des actifs. Il est possible d'y lire que « l'analyse de l'actif et du passif se réalise en quatre temps. Dans un premier temps, les éléments de passif (actuel et projeté par l'actuaire) sont analysés afin d'évaluer en particulier l'horizon du point mort de l'écart des flux prévisionnels du passif et de l'actif (équilibre technique nul), la durée espérée des réserves et le taux de couverture projeté ».

**Réponse de l'organisme :** *Une annexe rédigée présente effectivement la démarche de modélisation et d'approche suivie afin de procéder à la sélection des actifs.*

**Observation de la mission :** *La réponse confirme l'observation qu'elle recopie.*

- [150] Cette première étape n'est pourtant mentionnée que dans la note méthodologique fournie en annexe à l'étude. Si cette étape est conduite et des conclusions en sont tirées, celles-ci ne sont pas explicitées dans le corps de l'étude et ne semblent avoir d'influence ni sur la démarche suivie ni sur les résultats obtenus. Ce constat est pour le moins surprenant dans la mesure où cette première étape conditionne l'ensemble des résultats.

**Recommandation n°5 :** Dans le cadre des futures études, expliciter les résultats de cette première étape et en préciser les conséquences.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN s'étonne que la mission n'ait pas relevé que les projections comparées sont systématiquement produites et reprises dans le rapport d'allocation stratégique. Il est toujours possible d'explicitier encore davantage les résultats ainsi que leurs conséquences.*

**Observation de la mission :** *La mission ne demande pas « d'explicitier encore davantage » mais simplement d'expliquer en intégrant une dimension critique aux explications. Observation maintenue.*

- [151] « Dans un second temps, les éléments à l'actif sont analysés et décomposés. La structure des OPCVM et des mandats est étudiée afin de réaliser les analyses de risques et proposer de nouvelles allocations. Dans un troisième temps, des projections à long-terme de l'actif, de l'écart des flux prévisionnels actif-passif et du ratio de couverture sont réalisés. Dans un quatrième temps, les projections des Provisions Techniques Spéciales<sup>36</sup> et du taux de couverture comptable<sup>37</sup> sont réalisées sous différentes hypothèses quant à l'évolution de la durée moyenne des mandats, du transfert des obligations des OPCVM vers les mandats, de la dégradation de la notation moyenne des mandats obligataires, etc. ».

**Réponse de l'organisme :** *La migration de la gestion obligataire réalisée via des OPCVM vers une détention de titres en direct, dans une optique de portage, ou sous mandat, a été effectivement intégrée aux travaux d'analyse et approfondie en commission financière. Les projections peuvent ainsi prendre en compte aussi bien les paramètres financiers que comptables.*

**Observation de la mission :** *Remarque qui n'appelle pas de réponse.*

- [152] Cette quatrième étape tout comme les « écarts de flux prévisionnels actif-passif » et le « ratio de couverture » mentionnés à la troisième étape permettent de s'assurer que les allocations stratégiques étudiées satisfont les contraintes et les objectifs induits par les régimes. Ces aspects sont donc essentiels à la validation de l'allocation stratégique *in fine* retenue. Cependant, bien que mentionnés dans la note méthodologique, ces points sont absents de tous les documents afférents aux études que la mission a pu se procurer.

**Recommandation n°6 :** Respecter la prise en compte « des passifs » selon les modalités prévues par les études elles-mêmes.

**Réponse de l'organisme :** *Ces points ont, néanmoins, été abordés lors des différents travaux, dans le cadre des projections réalisées sur les passifs des sections C et B considérées séparément. Les passifs des sections C et B, considérés séparément, sont bien pris en compte dans les travaux d'ALM menés par la Caisse.*

<sup>36</sup> Ce terme n'est par ailleurs nullement défini par le cabinet de conseil. La formulation est pourtant celle des régimes relevant de la branche 26 mentionnée à l'article R. 321-1 du code des assurances : régimes en points gérés par capitalisation par les organismes assureurs et faisant l'objet de provisions réglementées.

<sup>37</sup> Non défini dans l'étude.

**Observation de la mission :** *Encore une fois, la caisse ne répond pas sur le fond aux critiques et se contente d'affirmer que les passifs sont bien pris en compte sans expliciter ce que cette réalité recouvre de manière précise. Observations maintenues.*

### 2.2.2. Les choix de modélisation ne sont pas discutés bien que critiquables à plusieurs égards

[153] La modélisation des taux d'intérêt consiste à définir le taux d'intérêt moyen et la dispersion (mesurée par l'écart type) des taux d'intérêts pour chaque échéance. Sont ainsi réalisées 10 000 simulations de la courbe des taux d'intérêts. La trajectoire médiane, la 50<sup>ème</sup> (quantile à 0,5 %) et la 9950<sup>ème</sup> (quantile à 99,5 %) définissent les valeurs comptables simulées dans des *scenarii* dits « médian », « bas » et « haut ».

**Réponse de l'organisme :** *Il ne s'agit pas de faire une étude critique des différentes méthodes possibles mais, à travers celle retenue, de dégager les enjeux majeurs pour la Caisse.*

**Observation de la mission :** *Le paragraphe 153, entièrement neutre et descriptif, n'appelle pas de commentaire.*

[154] Les valeurs boursières des obligations, pour l'estimation des charges sur produits de placement, sont déterminées à partir de la courbe des taux simulée. Il s'agit de la somme actualisée des flux futurs en fonction des différents *scenarii* de taux fixés.

Les simulations sont réalisées selon le modèle de NELSON et SIEGEL (1987) et DIEBOLD et LI (2006) présenté rapidement ici. Le modèle s'écrit sous la forme suivante.

$$R(\theta) = \beta_0 + \beta_1 \left[ \frac{1 - \exp\left(-\frac{\theta}{\tau}\right)}{\frac{\theta}{\tau}} \right] + \beta_2 \left[ \frac{1 - \exp\left(-\frac{\theta}{\tau}\right) - \exp\left(-\frac{\theta}{\tau}\right)}{\frac{\theta}{\tau}} \right]$$

où :

- $R(\theta)$  est le taux d'intérêt de maturité  $\theta$  ;
- $\beta_0$  est le facteur de niveau des taux longs ;
- $\beta_1$  est le facteur dit de rotation (taux courts) ;
- $\beta_2$  est le facteur de courbure (taux à moyen terme) ;
- $\tau$  est un paramètre d'échelle.

En l'état, le modèle est entièrement déterministe et ne prend pas en compte l'incertitude liée à l'évolution des marchés. Pour rendre compte des incertitudes sur les taux futurs, les paramètres  $\beta$  sont supposés suivre des lois gaussiennes de la forme :  $\beta_i = \bar{\beta}_i + \sigma_\theta \varepsilon_i$  où  $\varepsilon$  suit un processus gaussien centré réduit,  $\sigma$  est l'écart type des taux pour la maturité  $\theta$  et est  $\bar{\beta}$  le taux moyen estimé sur la base des taux historiques.

[158] Les valeurs des paramètres permettant de modéliser les taux longs, à moyen terme et courts et le paramètre d'échelle ne sont pas données dans l'étude.

**Recommandation n°7 :** Afin d'éviter que le modèle ne se transforme en « boîte noire » et de laisser une place à la critique de la modélisation, préciser l'ensemble des valeurs des paramètres intervenant dans les divers modèles.

**Réponse de l'organisme :** *Les valeurs des paramètres sont disponibles (A titre d'information, nous obtenons les valeurs moyennes suivantes à partir d'estimation sur les courbes de taux historiques :  $\tau = 0,77$ ,  $\beta_0 = 0,001$  et  $\beta_2 = -0,067$ ). Par ailleurs, les valeurs des modèles proviennent d'une méthodologie éprouvée, certes imparfaite mais qui repose sur des hypothèses explicites. Il est à noter que la caractérisation des paramètres n'est pas cruciale, puisque les paramètres estimés servent essentiellement à générer des évolutions de courbes des taux « plausibles ». L'important est ainsi d'obtenir un grand nombre de scénarii de courbes des taux, y compris des cas extrêmes qui ne se sont jamais encore réalisés. Enfin, il est possible de dégager les avantages et les inconvénients de telle ou telle méthode, et d'envisager telle autre approche, de la méthode d'estimation à utiliser (maximum de vraisemblance, méthode des moindres carrés ordinaires, moments généralisés, méthode indirecte...) et des différents problèmes potentiels (problème de définition des fonctions objectives, problème numérique...). Il convient cependant d'en retenir une. Le modèle retenu est largement utilisé. Il s'agit d'un modèle classique, publié dans une littérature financière de haut niveau (Journal of Econometrics, classé rang 1 par le CNRS). Les équations sont par ailleurs présentées et expliquées. Le résultat final est commenté, et les résultats d'estimations disponibles. Le terme de « boîte noire » n'est ainsi pas approprié.*

**Observation de la mission :** *Le caractère éprouvé de telle ou telle méthodologie est un argument d'autorité qui mérite d'être fortement nuancé. Pour le reste, la mission ne peut que souscrire à l'affirmation qui consiste à dire qu'un modèle est par nature imparfait et qu'il est important d'en connaître les avantages et les limites : tel est l'objet des observations insistant sur la nécessité d'analyser la portée des diverses modélisations. Le consultant affirme que les équations sont présentés et expliqués et les résultats d'estimations disponibles. Lorsque la mission a demandé à la caisse ces résultats où des documents complémentaires, rien ne lui a été donné. Au demeurant, si les éléments permettant de mettre en perspectives les résultats à l'aune des hypothèses et des limites des modèles – éléments fondamentaux – ne sont pas présents dans les documents de synthèse mais simplement dans les documents techniques (encore une fois non fournis à la mission), cela traduit des lacunes dans l'information fournie à la caisse. Observations maintenues.*

- [159] Sur le plan théorique, il est intéressant de remarquer que **ce modèle conduit à éliminer à long terme l'incertitude et la volatilité des taux**. En effet, les temps éloignés correspondent aux grandes valeurs du paramètre  $\theta$  (représentant le temps). Or, lorsque ce paramètre tend vers l'infini, les taux s'approchent de  $\beta_0$  : taux estimé à long terme. Cette observation doit être modulée en fonction de la valeur du paramètre d'échelle  $\tau$ . La valeur de ce dernier est absente des données de l'étude.

**Réponse de l'organisme :** *La volatilité des taux est intégrée dans le modèle (paramètre  $\sigma_\theta$  dans la spécification du modèle). A ce titre, le modèle de Nelson et Siegel (1987), intégrant la volatilité des taux, a été utilisé pour la modélisation de la courbe des taux (Nous supposons que la mission, lorsqu'elle évoque « l'incertitude des taux », fait référence à la volatilité de ceux-ci. L'incertitude, en référence aux travaux de Knight (1921) fait référence à des phénomènes essentiellement « non-probabilisables », par opposition au risque qui lui est probabilisable (dans une certaine mesure au moins). Voir l'article de Diebold et Li (1997, Journal of Econometrics). Ce modèle, très largement utilisé, qui fait référence dans la communauté financière, a l'avantage d'être simple, de répliquer de manière réaliste les profils des courbes de taux historiques pour différentes maturités. Il est aussi possible d'introduire des composantes de court terme et des composantes de long terme. Ce modèle converge en moyenne à long terme vers le taux long. Le risque associé, pour chaque maturité, a été pris en compte à travers une spécification complémentaire. Les paramètres du modèle (taux à horizon) peuvent en effet varier autour des valeurs moyennes avec une incertitude proportionnelle à l'écart-type des taux historiques pour chaque horizon. Cette approche permet ainsi de pouvoir définir plusieurs scénarii à partir des simulations des différents parcours probables ou possibles des courbes de taux. Par ailleurs, toutes les informations sur les données historiques des différentes courbes de taux et les valeurs des paramètres du modèle sont disponibles.*

**Observation de la mission :** *La mission se félicite que le consultant soit en mesure de justifier la modélisation qu'il utilise et l'invite à la mettre en regard les alternatives possibles afin de donner à la caisse tous les éléments de compréhension nécessaires. Observation maintenue.*

[160] Cette propriété est parfaitement cohérente avec la modélisation choisie et une approche macroéconomique visant à se placer dans un cadre d'équilibre. Toutefois, telle n'est pas la problématique d'une étude visant à définir une allocation stratégique. *A contrario*, la volatilité est une préoccupation majeure de ce type d'étude dans la mesure où des possibles niveaux de ce paramètre dépendent les gains et les pertes futurs. Il est, de surcroît, généralement admis que la volatilité tend à croître avec le passage du temps, si bien que qu'à des échelles de temps de 30 ou 40 ans (correspondant aux horizons de placements des investisseurs de long terme tels que la CRN) son influence est majeure.

**Réponse de l'organisme :** *La volatilité est bien au centre des travaux réalisés. Par ailleurs, il est généralement admis que la volatilité annualisée décroît avec l'horizon de placement. Une volatilité est toujours exprimée en valeur annuelle. Sur les données historiques des courbes de taux, à partir d'un an de maturité, l'écart-type décroît avec la maturité. De plus, il a été intégré de manière explicite dans le modèle une variable supplémentaire pour tenir compte de la volatilité des taux pour chaque horizon. A également été utilisée dans cette étude une approche statistique et probabiliste en introduisant des paramètres d'incertitude (aléas) sur la valeur des paramètres. La volatilité des taux pour chaque maturité est bien entendu prise en compte dans le modèle comme facteur de risque indirect sur les paramètres. Il est d'ailleurs proposé dans les illustrations un profil moyen, un profil pessimiste et un profil optimiste, qui permettent de visualiser la plage de variation probable des courbes de taux.*

**Observation de la mission :** *La réponse n'apporte pas d'éléments nouveaux. La mission note l'argument d'autorité « il est généralement admis que la volatilité annualisée décroît avec l'horizon de placement » et en conclut donc que le consultant connaît le niveau des taux d'intérêt de façon certaine à l'horizon de 50 ans. Comme déjà souligné par la mission, le but d'une étude visant à déterminer une allocation stratégique d'actifs n'est pas de se placer dans le cadre d'équilibre d'une étude macroéconomique mais dans un cadre plus dynamique visant à prendre en compte la volatilité des marchés financiers. Le fait que le consultant suppose une décroissance de la volatilité et donc des risques avec le temps est l'objet même de la critique ; critique à laquelle il ne répond pas sur le fond. Observation maintenue.*

- [161] Le modèle utilisé actuellement est critiquable quant à sa manière de prendre en compte la volatilité des taux. Le choix de ce modèle n'est d'ailleurs pas discuté et encore moins justifié, ce qui ne peut se comprendre compte tenu de la richesse des alternatives présentes dans la littérature financière.

**Recommandation n°8 :** **Imposer au consultant de justifier ses choix de modélisation et d'examiner les conséquences de l'utilisation d'alternatives à la modélisation principale retenue.**

**Réponse de l'organisme :** *La volatilité  $\sigma_\theta$  introduite dans le modèle répond à cette objection potentielle. Il s'agit d'un modèle standard, version avancée d'un modèle de base, qui sert non pas à l'évaluation de produits de taux, mais à générer des scénarii possibles. Le modèle de Nelson et Siegel (1987) a été utilisé pour les simulations. Il a l'avantage d'être flexible, capable de répliquer de manière réaliste les différents profils de courbes de taux. Aucun modèle n'étant parfait, il est toujours possible de proposer des améliorations ou d'utiliser un modèle alternatif. Bien que le but de l'étude ne soit pas de faire la comparaison des différents modèles de simulations des courbes de taux, il a été pris la précaution d'intégrer des paramètres d'incertitude sur les différentes valeurs pour proposer un cadre d'analyse. Il est toutefois possible de proposer d'autres modélisations.*

**Observation de la mission :** *Voir les deux réponses supra.*

- [162] Des simulations des produits financiers ont également été réalisées afin de projeter la valeur boursière des OPCVM à long-terme. La première étape présentée par INSTI7 consiste à définir les caractéristiques (espérance et écart-type) des rendements à long terme des différentes classes d'actifs. Rien de plus n'est dit.

**Recommandation n°9 :** **Préciser quel modèle est utilisé et justifier ce choix.**

**Réponse de l'organisme :** *Le rapport d'étude présente les principales caractéristiques des différentes classes d'actifs utilisées. Une méthodologie de simulations de type Monte-Carlo a été utilisée.*

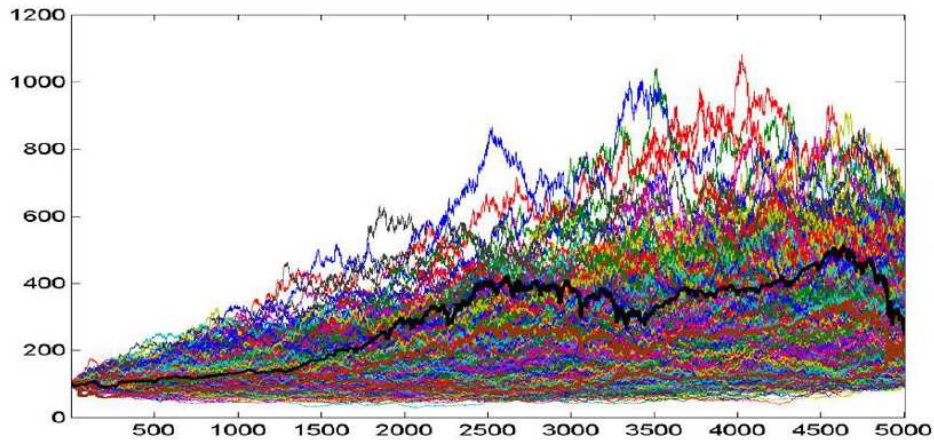
**Observation de la mission :** *Commentaire d'un paragraphe purement descriptif.*

- [163] Bien que ne poursuivant pas plus avant le détail des modélisations conduites, le document illustre la démarche par un exemple graphique.

**Réponse de l'organisme :** *Il s'agit bien d'une illustration de la méthodologie générale de simulation, qui est appliquée aux différents actifs sous jacents.*

**Observation de la mission :** *Certes.*

Graphique 12 : Exemple de projections de la valeur comptable des mandats obligataires à partir de simulation de Monte-Carlo



Source : INSTI7.

- [164] Sans s'attarder sur l'échelle de l'axe des abscisses – vraisemblablement en semaines – ce graphique appelle plusieurs remarques. Classiquement, les actions et OPCVM font l'objet de projections sur la base du modèle de *BLACK & SCHOLES*<sup>38</sup>(1973). Ce dernier a été particulièrement critiqué suite à la crise de 2007 car, étant fondé sur une approche gaussienne, il ne prendrait pas suffisamment en compte les pertes susceptibles de se produire en période de crise. Ceci étant, ce modèle possède la caractéristique de « faire passer » la valeur de l'action ou de l'OPCVM par tous les niveaux possibles et cela une infinité de fois. Aussi, même si certains lui reprochent de ne pas suffisamment « passer » par les valeurs nulles, il n'en reste pas moins qu'il est de nombreuses occurrences où cela se produit.

---

<sup>38</sup> Robert MERTON et Myron SCHOLES reçurent en 1997 le « prix Nobel de l'économie » pour ces travaux. Fischer BLACK, décédé en 1995 a été cité comme contributeur.

**Réponse de l'organisme :** *Ce graphique ne sert que d'illustration pédagogique visant à visualiser le résultat initial des simulations. L'axe des abscisses représente le nombre de jours, la base de données historiques utilisée étant journalière. L'échelle n'a aucune importance ici – qu'elle soit journalière ou hebdomadaire, puisque la méthodologie est générale (même processus sous-jacent quelle que soit la fréquence envisagée). Toutefois, il est préférable de travailler sur la plus haute des fréquences pour obtenir la granularité la plus fine possible. La mission rappelle par ailleurs que « classiquement, les actions et OPCVM font l'objet de projections sur la base du modèle de Black and Scholes (1973). » Pour mémoire, le modèle de Black et Scholes (1973) est l'un des modèles de bases servant à valoriser les options simples sous des hypothèses très restrictives, notamment concernant la constance de la volatilité, la complétude des marchés et l'absence d'imperfections de marché. Il n'a en revanche rien à voir, ni de près ni de loin, avec les méthodes de projections classiques, ni dans sa démonstration - qui s'obtient traditionnellement à partir de trois types d'approches – convergence en loi, raisonnant par arbitrage ou résolution d'une équation différentielle stochastique, ni non plus dans son utilisation. Ces derniers s'appuient sur des méthodes regroupées sous le nom générique de méthodes de Monte Carlo, visant à simuler de nombreux chemins (« paths » en anglais) que pourrait suivre le prix de l'actif étudié dans un avenir plus ou moins lointain. Par ailleurs, des travaux menés dès les années 1960 ont montré que les lois gouvernant les rentabilités ne sont pas gaussiennes (Cf. les travaux de Mandelbrot\* ou de Fama\*\* par exemple), et notamment pour des fréquences d'observations élevées. \* Mandelbrot B., (1960) "The Pareto-Lévy Law and the distribution of the Income", International Economic Review 1, pp. 79-116. \*\* Fama E., (1963), "Mandelbrot and the Stable Paretian Hypothesis", Journal of Business 36(4), pp. 420-429. Ce point est illustré ci-après par un tableau permettant de comparer les probabilités théoriques selon une loi Gaussienne de rendements quotidiens spécifiques aux fréquences empiriques sur longue période.*

*Comparaison des lois de probabilité théorique et empirique des rendements du DIJA (1900-2012)*

		Loi normale		Loi empirique	
		Probabilité d'observer un rendement inférieur	Fréquence théorique	Probabilité d'observer un rendement inférieur	Fréquence empirique
Rendements quotidiens					
$\mu - 1 \sigma$	-1,10%	15,87%	6 jours	9,74%	10 jours
$\mu - 2 \sigma$	-2,23%	2,28%	44 jours	2,59%	39 jours
$\mu - 3 \sigma$	-3,36%	0,13%	3 années	0,94%	5 mois
$\mu - 4 \sigma$	-4,49%	0,00%	126 ans	0,39%	1 an
$\mu - 6 \sigma$	-6,74%	0,00%	4 millions d'années	0,12%	3 ans

*Sources : Datastream, Dow Jones Industrial. Données journalières du 01/01/1990 au 30/12/2012.*



**Observation de la mission :** *Le modèle de Black et Scholes (1973) sert généralement de première approximation. Les prix des options « en dehors de la monnaie » sont largement déformés par les opérateurs de marchés (phénomène de smile de volatilité implicite). Il existe également des méthodes de correction qui appliquent les expansions statistiques en corrigeant la loi normale choisie comme loi « approximante » par les différences constatées dans les moments empiriques estimés (méthode de Corrado et Su, 1981, par exemple). Si l'observation de la mission concerne l'utilisation de la loi normale dans le cadre des simulations, l'état de l'art est bien moins affirmé, notamment en raison du « risque de modèle » impliqué par la prise en compte d'un modèle trop sophistiqué – non suffisamment parcimonieux. Comme reporté dans les exemples visualisés, des simulations de Monte Carlo classiques ont été utilisées. Elles donnent une première idée synthétique du contexte. D'autres types de méthodologies basées sur les lois plus générales, ont également été utilisées, telle que la loi de Student, ou sur des méthodes de reconstruction de séries aléatoires telles la méthode de ré-échantillonnages (bootstrap) ou d'échantillonnage aléatoire contrainte (surrogate data). Il est toutefois à noter qu'à des horizons pluriannuels, le nombre de degrés de liberté estimé pour une loi de Student sur les rendements des actifs financiers est proche de celui correspondant à la loi Normale. Lieux communs visant à prouver la compétence du consultant plus qu'à répondre à une observation précise.*

[165] Dans le graphique ci-dessus, quel que soit le chemin simulé, la valeur de l'OPCVM reste toujours (substantiellement) positive. Les trajectoires présentent de surcroît un biais significativement positif si bien que la volatilité ne parvient pas à perturber une tendance fortement croissante. Une ligne horizontale tracée au niveau d'origine (100) montrerait que les trajectoires sont le plus souvent supérieures à ce niveau. Aussi, peu nombreux sont les cas de pertes.

**Réponse de l'organisme :** *Ce graphique illustre les différents profils des projections Monte-Carlo à partir des caractéristiques (moyenne, volatilité et covariance) du portefeuille initial. Ce sont des faits scientifiques éprouvés. La probabilité d'obtenir des rendements négatifs à horizon de 20 ou 30 ans, sous les hypothèses retenues de moyenne et de volatilité, est de l'ordre de 0,0001% (i.e.  $10^{-6}$ ).*

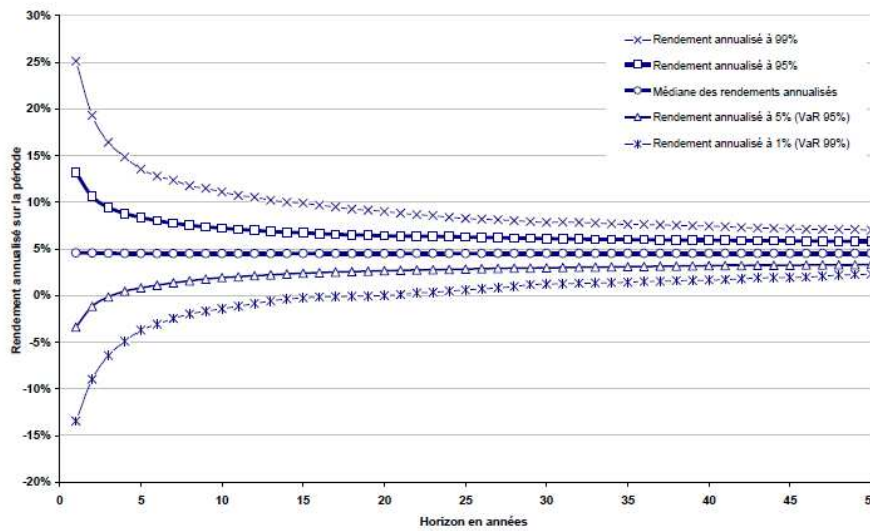
**Observation de la mission :** *Même remarque que pour la réponse précédente.*

[166] Ces observations gagnent à être mises en regard des graphiques produits dans le corps de l'étude tendant à donner une idée de la volatilité des rendements des placements. Les deux graphiques suivants en fournissent des exemples.

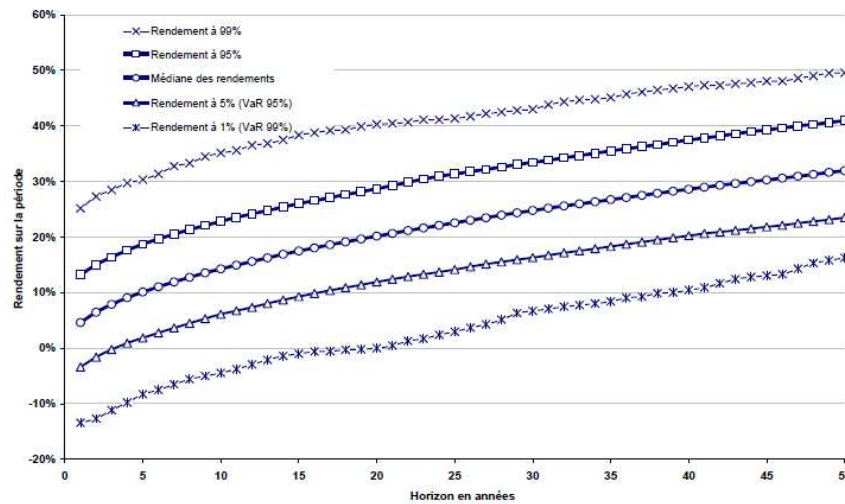
**Réponse de l'organisme :** *Les structures par terme des espérances et des VaR, à plusieurs niveaux, sont systématiquement répertoriées, comme indiqué dans les graphiques 13 et 14.*

**Observation de la mission :** *Il aurait été intéressant d'explicitier ce qui est tiré de ces indicateurs.*

**Réponse de l'organisme :**

Graphique 13 : Exemple de « trompette » de risque de l'allocation stratégique proposée<sup>39</sup>

Source : INSTI7.

Graphique 14 : Exemple « d'enveloppe » de risque de l'allocation stratégique proposée<sup>40</sup>

Source : INSTI7.

[167] Il est particulièrement surprenant de constater, dans le premier cas, la convergence des rendements au cours du temps (vers la valeur de 5 % net d'inflation), là où l'on s'attendrait à une augmentation de la dispersion. De même, les écarts entre les quantiles de la distribution se maintiennent au fur et à mesure que les années passent alors qu'on aurait pu attendre un élargissement de la distribution sous l'effet de l'incertitude pesant sur les rendements lointains.

<sup>39</sup> Rendements annualisés.

<sup>40</sup> Rendements cumulés.

**Réponse de l'organisme :** *Plus l'horizon de placement est lointain, plus forte est la rentabilité moyenne et plus faible est la volatilité du résultat à terme, ce qui s'explique, intuitivement, par un effet dominant de la moyenne de rentabilité sur la volatilité des rendements. Les mauvais résultats ont tendance à être compensés au fur et à mesure. Il s'agit d'un résultat classique et largement documenté.*

**Observation de la mission :** *Une fois encore, la mission note l'argument d'autorité et constate que le consultant affirme qu'à long terme, les résultats sont positifs et certains. Que le modèle conduise à cet effet est une conséquence triviale de la loi des grands nombres. Que, dans le monde réel, l'incertitude décroisse avec le temps qui passe est autre chose. Il est intéressant de noter qu'aussi « classique » soit le résultat, la caisse n'a pas jugé utile/été en mesure de l'expliquer ici alors qu'elle a produit des paragraphes très généraux et peu utiles par ailleurs. Observation maintenue.*

### 2.2.3. Le processus d'allocation ne prend pas en compte de manière satisfaisante l'appétence au risque de la caisse

[168] L'approche adoptée par INSTI7 permettant d'aboutir à l'allocation d'actif définitive est décrite dans la note méthodologique annexée à l'étude : « *Il s'agit dans un premier temps de définir, en fonction d'un profil de risque et/ou de contraintes de passif, les cibles de rendement et de risque réalisables et souhaitables. Concernant l'intégration de contraintes de passif, les règles d'évolution du passif sont données par l'actuaire du client et intégrées dans le processus. L'approche peut considérer les engagements de façon séparée (il s'agit d'optimiser l'actif – cas des régimes excédentaires en montée de charge ou dans le cas d'une incertitude trop importante sur le passif) ou de manière simultanée (il s'agit d'optimiser l'allocation sous contrainte de respecter les engagements avec un critère de safety first qui sera introduit dans les différentes allocations calculées dans l'approche « multi-modèles » présentée ci-dessous)* ».

[169] Il est regrettable que l'étude ne permette pas d'appréhender l'appétence au risque définie par la caisse afin d'être en mesure de déterminer le profil de risque dont il est question *supra*. Alors que la section B, qui est gérée en capitalisation et qui confère des droits individuels, n'est couverte qu'à moitié par des réserves, et que la section C, gérée par répartition, dégage des excédents techniques récurrents alimentant des réserves déjà conséquentes, on aurait pu s'attendre à d'autres types de réflexions. En particulier, il n'est pas fait mention de la manière d'améliorer progressivement la couverture de la section B tout en adoptant une approche particulièrement prudente afin de ne pas aggraver le défaut de couverture.

**Réponse de l'organisme :** *Comme il est abordé précédemment, l'aversion pour le risque est au centre des travaux réalisés.*

**Observation de la mission :** *La caisse se contente d'affirmer sans prouver. La mission a documenté ses conclusions notamment dans des annexes étayées.*

[170] En lieu et place d'un tel raisonnement, l'étude se contente d'optimiser l'allocation stratégique d'actifs de chaque section dans trois cas de figures :

- maximisation du rendement à niveau de risque équivalent (sections B et C) ;
- minimisation du risque à rendement équivalent (sections B et C) ;
- « prise de risque plus importante » (section B) ;
- optimisation à exposition globale en immobilier équivalente (section C).

[171] En sus des considérations relatives au profil de risque, il est difficile de voir dans cette approche une quelconque prise en compte de « contraintes de passifs » comme le mentionne pourtant l'annexe à l'étude.

**Recommandation n°10 :** Préciser le profil de risque de la caisse, autrement dit ses attentes en matière de rendement et de risque maximal autorisé et clarifier les contraintes de « passif ».

**Réponse de l'organisme :** *La mission ne semble pas avoir pris la mesure de la portée des travaux réalisés par la caisse et par ses conseils. En effet, comme il est abordé précédemment, les projections des réserves ont été systématiquement réalisées. Les travaux de modélisation ont intégré l'évolution des équilibres de chacune des sections, traitées séparément. L'ensemble des indicateurs de risque, aussi bien à court, moyen et long terme, a été exposé. Les travaux de modélisation réalisés par la Caisse ont intégré l'évolution des équilibres de chacune des sections, traitées séparément. L'ensemble des indicateurs de risque, aussi bien à court, moyen et long terme, a été exposé. Les projections des réserves ont été systématiquement réalisées. Les objectifs ont par ailleurs été clairement abordés : il s'est agi de définir un ensemble de rentabilités sous certaines hypothèses permettant de répondre aux besoins de la Caisse sur une chaîne d'horizons. Prendre plus ou moins de risque, être plus ou moins rentable à tel ou tel horizon, se répercute nécessairement sur la capacité à répondre aux besoins de financement, mais aussi sur la date à partir de laquelle ceux-ci ne peuvent plus être assurés. L'aversion au risque a bien sûr été prise en compte dans l'analyse à travers l'évaluation des projections dans différents scénarii. A ce titre, un grand nombre de mesures de risque extrêmes telles que la pire perte annuelle, la pire perte cumulée, les valeurs en risque, VaR, pour des quantiles extrêmes, 95%, 99% et 99,5%, a été intégré aux travaux, et ce selon deux méthodes d'obtention. Enfin, ces analyses de risque extrêmes, VaR, ont également été réalisées sur des horizons pluriannuels à travers les « trompettes de risque » présentées, ainsi que les projections des réserves dans les scénarii pessimistes.*

**Observation de la mission :** *La mission a pris la pleine mesure des travaux réalisés par la caisse et évalue bien la charge correspondante. La question n'est pas là, et des critiques de fond ont été portées. Si la caisse se contente d'affirmer que tout ce qu'elle fait est parfait et qu'elle prend tout ce qui est nécessaire en compte sans répondre précisément aux observations ni expliciter plus précisément sa démarche, la mission ne peut que maintenir ses observations. Rappelons qu'exhiber un exemple n'est pas une preuve.*

[172] Sur la question du risque, deux aspects développés par le cabinet de conseil méritent d'être précisés. Cinq scénarii ont été retenus afin d'appréhender la volatilité des résultats :

- un scénario « ultra-optimiste » qui représente le premier centile (haut) des rendements ;
- un scénario « optimiste » qui représente le cinquième centile des rendements ;
- un scénario « médian » qui consiste en la médiane de toutes les trajectoires ;
- un scénario « pessimiste » qui représente un rendement correspondant au cinquième dernier centile ;
- un scénario « ultra-pessimiste » qui représente un rendement correspondant au dernier centile.

[173] Par ailleurs, INSTI7 présente des indicateurs classiques de risque (volatilité, pire perte sur un an) ainsi que plusieurs mesures de VaR<sup>41</sup>.

**Réponse de l'organisme :** *La VaR correspond à la perte potentielle à un niveau de confiance fixé, pour un horizon et une fréquence donnés.*

**Observation de la mission :** *Non. « Potentiel » ne veut d'ailleurs rien dire dans ce contexte.*

<sup>41</sup> La VaR (de l'anglais *value at risk*) est une notion utilisée pour mesurer le risque de marché d'un portefeuille d'instruments financiers. Elle correspond au montant de pertes qui ne devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel donné.

Tableau 9 : Mesures de risques calculés par le cabinet de conseil

	Section B	Section C
Volatilité	7,47 %	9,02 %
Pire perte sur 12 mois	-23 %	-24,40 %
Maximum DrawDawn <sup>42</sup>	-28,15 %	-31,07 %
Durée du DrawDawn (jours)	480	461
VaR semi-paramétrique à 95 %	-9,38 %	-12,18 %
VaR semi-paramétrique à 99 %	-16,44 %	-20,72 %
VaR semi-paramétrique à 99,5 %	-19,17 %	-23,92 %
VaR historique à 95 %	-9,24 %	-13,31 %
VaR historique à 99 %	-18,31 %	-20,78 %
VaR historique à 99,5 %	-19,63 %	-21,85 %

Source : INSTI7.

- [174] **La question de la pertinence d'indicateurs de risque à l'horizon d'un an seulement pour un investisseur de long terme tel que la CRN se pose.**

**Réponse de l'organisme :** *Toutes les valeurs – pour des raisons de comparaisons entre horizons – sont traditionnellement présentées en base annuelle. Les statistiques de risque pour tous les horizons ont été considérées. Par ailleurs, il est aisé de montrer, par un raisonnement itératif, que contrôler le risque total à court terme, et poursuivre ce but successivement période après période, conduit à contrôler le risque de long-terme, puisque le long-terme est constitué d'une succession de courtes périodes. Enfin, il résulte des analyses que le risque majeur, le plus important et le plus contrôlable également, est le risque à court-terme. Agir sur le plus important des risques, à court-terme, permet ainsi d'agir sur l'ensemble des risques suivants et à horizons plus longs.*

**Observation de la mission :** *Précision qui n'appelle pas de réponse.*

- [175] Le niveau des indicateurs affiché par le tableau *supra* renvoie à la question de l'appétence au risque de la caisse. On peut très fortement s'interroger sur le fait qu'une caisse de retraite accepte de perdre en bourse 20 à 30 % en une seule année (*drawdown*). De même, une VaR à 95 % de l'ordre de 10 %, à l'horizon d'un an, tend à exprimer qu'en cas de mauvaise fortune, il est concevable que la caisse perde au moins 10 % de la valeur de ses actifs tous les 20 ans. Si la question de l'acceptabilité de ces valeurs – qui ne relève pas de la mission – n'est pas simple, ne pas la poser constitue en soi un risque important.

**Réponse de l'organisme :** *Il est important de considérer des VaR à court-terme, même si l'horizon est long, ce qui a été fait systématiquement. Cela nécessite également que cette problématique soit bien comprise et bien interprétée, notamment pour les implications à court, moyen et long terme, ce qui a été également le cas dans les travaux menés par la Caisse. La tolérance au risque extrême est effectivement une question difficile et doit être mise en relation avec les besoins de rendement de l'institution.*

<sup>42</sup> Perte maximale observable pendant sur une période donnée.

**Observation de la mission :** *La mission ne peut qu'être d'accord avec cette position.*

**Réponse de l'organisme :** *S'il n'est pas recherché un certain niveau de rentabilité, une perte de 10% annuelle peut être évitée à l'aide de placements moins risqués. A noter que cette perte arrive effectivement en moyenne tous les 20 ans, théoriquement, mais vient affecter une valeur qui a largement augmentée du fait de la tendance liée à la caractérisation de la moyenne du processus. Par ailleurs, connaître l'aversion au risque de la Caisse n'aide pas le décisionnaire à déterminer sa position risquée. Son besoin en rémunération, couplée à sa tolérance au risque, indique quelle est sa tolérance, et non l'inverse.*

**Observation de la mission :** *L'affirmation consistant à dire qu'une perte importante survient après des années de bonnes performances est pour le moins critiquable. Bien évidemment, la perte peut survenir à tout moment (et donc en début de période) et, même si en moyenne une telle perte se produit tous les 20 ans, rien n'empêche plusieurs crises de se succéder à des intervalles plus rapprochés avant de s'espacer à nouveau. Rien n'empêche non plus que la fréquence anticipée ex ante soit plus élevée ex post (phénomène de rapprochement des crises) ni que sa sévérité soit plus forte que celle anticipée. La question qui se pose est alors celle du pilotage et de la soutenabilité dans de telles configurations, et c'est la question que pose la mission.*

[176] A titre de comparaison, la nouvelle réglementation dite Solvabilité II, applicable à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015<sup>43</sup> aux organismes assureurs privés prévoit que les fonds propres des assureurs couvrent la valeur de la VaR à 99,5 % à l'horizon de un an. En d'autres termes, l'ensemble des engagements doivent être couverts et il doit exister un surplus de couverture permettant de couvrir la VaR à 99,5 %. *In fine*, les choix de la caisse sont moins prudents que ceux d'un assureur privé.

**Recommandation n°11 :** **Engager une évaluation sur la pertinence des indicateurs de mesure de risque produits dans l'étude.**

**Réponse de l'organisme :** *La CRN est une caisse de retraite qui ne peut être assimilée à une compagnie d'assurance. La directive Solvabilité 2 ne s'applique pas aux Caisses de Retraites. Les indicateurs de mesure de risque sont classiques. Leur couverture est complète.*

**Observation de la mission :** *La mission n'assimile pas. Bien au contraire, la mission note que les niveaux de risques imposés aux assureurs sont plus faibles que ceux que la caisse s'impose elle-même alors qu'elle gère des régimes de retraites à cotisations obligatoires. La distinction est en effet de taille.*

#### **2.2.4. Les recommandations du consultant sont critiquables du fait des larges dérogations permises et de sa prise de positions sur des aspects non modélisés**

[177] Les conclusions et préconisations du cabinet de conseil se trouvent en fin d'étude. En règle générale, les études visant à définir une allocation stratégique d'actifs concluent par plusieurs propositions, fonction des profils de risques étudiés, qui se matérialisent par des proportions à investir dans chaque classe d'actifs assorties de fourchettes calibrées de sorte à offrir une certaine marge de manœuvre sans pour autant remettre en cause les résultats des modélisations.

**Réponse de l'organisme :** *C'est exactement le but poursuivi par le cabinet de conseil.*

**Observation de la mission :** *Le paragraphe précédent, purement descriptif n'appelle pas de développement.*

<sup>43</sup> La date d'entrée en vigueur ayant été reporté à plusieurs reprises, il convient de rester prudent sur cette dernière.

- [178] Or, le cabinet INSTI7 recommande l'utilisation de l'allocation issue de l'optimisation « du rendement à risque équivalent » – le critère de risque et son horizon n'étant pas commentés – sans autre justification. Les profils de risque n'étant pas définis dans l'étude, il est délicat de se prononcer sur la pertinence du niveau de risque et on est en droit de se demander si le même type d'optimisation n'aurait pas gagné à être réalisé en fonction de plusieurs niveaux de risques.

**Réponse de l'organisme :** *La démarche retenue permet d'obtenir une meilleure espérance de rendement pour un niveau de risque équivalent voire plus faible.*

**Observation de la mission :** *Dans sa réponse comme dans l'étude, la caisse et son conseil ne définissent pas le risque dont ils parlent. La mission renvoie la caisse à la lecture du paragraphe 178 auquel elle n'apporte pas d'élément de réponse.*

- [179] Les fourchettes encadrant les allocations cibles sont quant à elles particulièrement importantes (cf. *infra*) si bien qu'il est possible de douter du maintien du couple rendement-risque sur une telle plage de valeurs. Quand au sein d'une même classe, la proportion d'actifs peut varier du simple au triple, l'étude menée sur un cas médian (ou particulier) n'est évidemment pas représentative des résultats qui s'obtiendraient au niveau des bornes.

**Réponse de l'organisme :** *Les fourchettes encadrant les allocations cibles font partie intégrante de la modélisation. Elles visent tout d'abord à rendre compatible l'allocation de l'actif avec la structure du passif. Elles permettent ensuite de se prémunir contre les allocations « en coin » auxquelles aboutissent parfois les méthodes d'optimisation et de réduire le risque d'estimation (résultats Jagannathan et Ma, 2003\*\* Jagannathan R. et Ma T. (2003), "Risk reduction in large portfolios: why imposing the wrong constraints helps", The Journal of Finance 58, pp. 1651-1683. Elles autorisent en outre la modélisation à révéler une certaine structure de préférence. Dans le cas contraire, si aucune liberté n'est donnée au modèle pour « proposer des solutions », la solution « optimale » d'un programme trop contraint sera essentiellement déterminée par les bornes préfixées. Ces fourchettes doivent ainsi rester relativement larges pour ne pas trop contraindre ex ante le résultat de l'optimisation de manière ad hoc. Dès lors, le couple rendement-risque obtenu est bien optimal au sens du paradigme retenu. Par ailleurs, les évaluations des projections des éléments du passif permettent de s'assurer de la bonne adéquation de l'allocation retenue. Ensuite, les équivalences entre les différents portefeuilles au sens statistique du terme sont bien instantanément réalisées, dans le sens où les moyennes et volatilités ne sont pas significativement différentes les unes des autres au seuil de 95%. Enfin, les projections médianes correspondent aux poids optimaux obtenus après optimisation et non aux poids médians des fourchettes. Ce sont les chemins des projections de l'allocation optimisée qui définissent les scénarii médians, optimistes et pessimistes, correspondant aux quantiles des réalisations potentielles des allocations optimales. Ces projections visent ainsi à évaluer les résultats des allocations optimales dans différents scénarii de conditions de marché.*

**Observation de la mission :** *La mission a déjà répondu au paragraphe 20.*

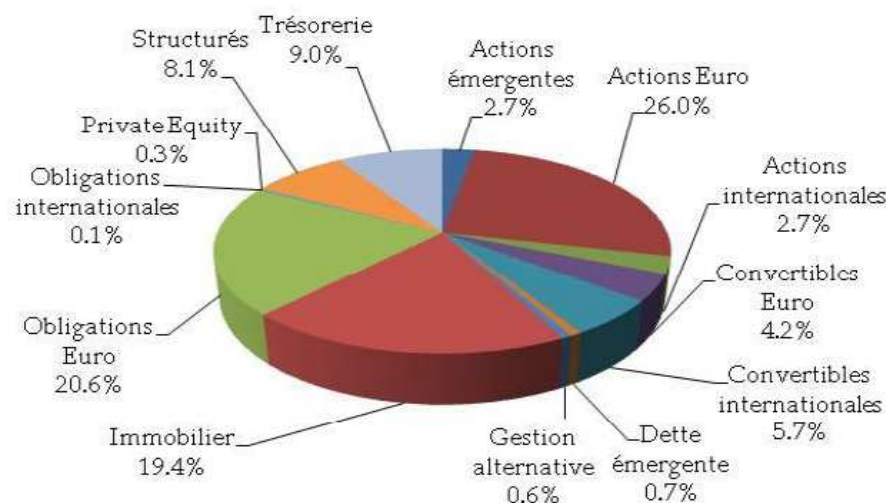
Tableau 10 : Fourchettes proposées par le cabinet de conseil

	Fourchette proposée pour la section B	Fourchette proposée pour la section C
Obligations	20 % - 60 %	20 % - 60 %
Actions	20 % - 35 %	35 % - 60 %
Immobilier	15 % - 35 %	5 % - 20 %
Monétaire	3 % - 10 %	5 % - 15 %

Source : INSTI7.

[180] Les quatre classes retenues par l'étude appellent elles aussi plusieurs observations. Leur faible nombre et l'absence de segmentations plus fines contrastent avec la réalité du portefeuille de la CRN. Le cabinet INSTI7 présente lui-même le portefeuille de la CRN, vu à fin août 2011, lors d'une formation à destination des administrateurs de la façon suivante.

Graphique 15 : Composition du portefeuille de la CRN en valeur de marché (août 2011)



Source : INSTI7.

[181] Les obligations sont ici segmentées en trois sous-classes qui sont fonction de la devise dans laquelle elles sont libellées ou du pays de négociation. Il en va de même des actions, elles aussi ventilées selon trois sous-classes. Une poche « hybride », celle des obligations convertibles, à mi chemin entre les actions et obligations, fait l'objet de deux sous-classes. A cela s'ajoutent les produits structurés (pour une part non négligeable), le « *private equity* », et la gestion alternative.

**Réponse de l'organisme :** *Les obligations ont été effectivement segmentées en trois sous classes d'actifs. Il en a été de même pour les actions, ventilées selon trois sous classes d'actifs. Les obligations convertibles ont fait l'objet, pour leur part, d'une ventilation en deux sous classes, l'une euro, l'autre internationale. Les produits structurés et le non côté ont été classés séparément.*

**Observation de la mission :** *Précision qui n'appelle pas de réponse.*

[182] Ces classes ou sous-classes d'actifs n'ont pas été modélisées et ne font donc pas l'objet de recommandations de la part du cabinet de conseil pour ce qui est de l'allocation stratégique. Se posent alors plusieurs questions :

- quelle allocation donner aux classes et sous-classes non explicitement citées par l'étude ?
- quelle est la valeur de ces études en l'absence de modélisation de produits complexes ou phénomènes susceptibles d'impacter fortement tant les rendements que les risques ? La présence de produits structurés, de dette « émergente », de « *private equity* », de la gestion alternative ou encore du risque de change inhérent à la diversification géographique ne peut être considérée comme neutre. **20 % du portefeuille tel qu'exposé par le graphique ci-dessus fait ainsi l'objet d'une modélisation critiquable.**
- quel est l'impact des produits non identifiés par ce graphique mais présents dans le portefeuille de la caisse ? **En particulier, quelles sont les conséquences de la présence de produits liés à l'or, au pétrole ou aux matières premières agricoles que la caisse détient indirectement ?**



**Réponse de l'organisme :** *La modélisation directe de la valorisation est difficilement réalisable. La méthode de réplcation est plus adaptée*

**Observation de la mission :** *S'il est intéressant de savoir que le cabinet de conseil estime que la méthode de réplcation est plus adaptée, savoir pourquoi constituerait une avancée non négligeable et irait dans le sens d'une meilleure explication et documentation des choix effectués qui est le fond des observations de la mission en matière de modélisation financière.*

[183] **Pourtant, le cabinet INSTI7 émet des recommandations concernant les produits structurés, l'investissement en *private equity* ou la diversification géographique hors zone euro alors que les études ne prennent pas en compte la modélisation de ces sujets.**

**Recommandation n°12 :** **Adopter une segmentation des classes d'actifs à modéliser cohérente avec la réalité du portefeuille de la caisse.**

**Recommandation n°13 :** **Préciser le traitement des classes, sous-classes, ou phénomènes non modélisés et des moyens quantitatifs ou qualitatifs permettant d'aboutir à une allocation les concernant.**

**Recommandation n°14 :** **Evaluer les conséquences en matière de rendement et de risques liées aux larges fourchettes permises par l'allocation stratégique ou réduire ces dernières à des niveaux justifiables.**

**Réponse de l'organisme :** *Les segmentations des classes d'actifs sont précisées dans l'étude. Le traitement des sous-classes par réplcation permet de proposer des allocations en ligne avec le portefeuille de la Caisse. La recommandation n°14 ne tient pas compte de l'utilisation qui est réellement faite des fourchettes utilisées (voir point 179). Il ne s'agit pas de proposer tous les cas possibles mais d'utiliser des caractéristiques raisonnables en cohérence avec les faits historiques.*

**Observation de la mission :** *Voir réponse au paragraphe 20.*

### **2.3. Le règlement financier ne définit pas la politique de placement et n'aborde pas la question des placements immobiliers**

[184] L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale dispose que le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base et section professionnelle doit élaborer un règlement financier. Ce règlement financier doit comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie.

[185] En dépit des évolutions successives du décret n°1314 du 25 octobre 2002 modifié, le règlement financier de la CRN, approuvé en date du 30 juin 2003, soit il y a neuf ans, n'a pas depuis été révisé.

#### **2.3.1. Le règlement financier ne répond que partiellement aux obligations fixées par le décret n°2002-1314 modifié**

[186] L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale précise que le document décrivant les objectifs et les modalités de gestion de l'activité de placement indique :

- les **objectifs** de gestion relatifs notamment à la sécurité et au rendement des placements ;
- les **conditions** de recours à une gestion directe ou à une délégation de gestion ;
- les **obligations** imposées au gestionnaire, notamment les informations qu'il doit communiquer à l'organisme ainsi que la définition du mandat ou de la convention de gestion et de sa durée, la détermination des frais de gestion, le contrôle de l'activité du gestionnaire délégué et les conditions de dénonciation des conventions de gestion ;

- le principe et les **modalités** de mise en œuvre d'une expertise régulière de l'activité de gestion financière par un organisme spécialisé extérieur. La périodicité de cette expertise est fixée par arrêté conjoint du ministre chargé de la sécurité sociale, du ministre chargé de l'économie et du ministre chargé du budget en fonction du montant des actifs gérés par l'organisme.

[187] Le règlement financier de la CRN présente quatre chapitres qui sont supposés définir sa politique de placement :

- les principes généraux ;
- les objectifs, et les modalités de gestion ;
- un manuel de procédures ;
- un code de déontologie.

[188] Il apparaît toutefois que le contenu de ces chapitres, généralement trop vague, ne permet pas de définir la politique de placement de la caisse. Nonobstant le non respect des exigences du code de la sécurité sociale en la matière (cf. *infra*), la rédaction d'un document empreint d'une telle généralité ne peut se concevoir que s'il est complété par un document ayant vocation à décliner les modalités d'application des principes énoncés. Or, à la date du contrôle, un tel document n'existe pas. Si le rapport mentionné par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale<sup>44</sup> pourrait être considéré comme un commencement de politique de placement, ce dernier n'a jamais été produit bien que ledit article en impose une rédaction annuelle.

[189] **Considérant l'absence du rapport mentionné à l'article R. 623-10-4 et au règlement financier (article 13) fixant l'allocation stratégique d'actifs et la formulation particulièrement générale du règlement financier, il n'est pas possible de considérer que la CRN dispose d'une politique de placement formalisée et précise.**

**Recommandation n°15 : Rédiger le rapport prévu par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité social fixant les orientations générales de la politique de placement.**

**Réponse de l'organisme :** *Néanmoins, la CRN a prévu, afin de répondre aux observations de la mission, de présenter lors d'un Conseil d'Administration, un rapport financier intitulé « Rapport sur les orientations générales de la politique de placements ». Ce dernier sera composé d'un bilan précis et détaillé de l'exercice écoulé.*

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

2.3.1.1. Le règlement financier définit les objectifs de la gestion financière de manière trop peu précise si bien que les dispositions de l'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale ne sont pas respectées

[190] Si l'article 4 du règlement financier aborde les principes de sécurité et de rendement, il se contente d'affirmer que ces deux objectifs sont indissociables et doivent être pris en compte pour tout investissement. Rien de plus précis n'est indiqué quant aux critères à remplir pour garantir la pérennité des régimes. Ni la question d'un niveau de rendement nécessaire afin de maintenir un niveau de réserves satisfaisant à un horizon donné pour le régime en répartition, ni l'objectif de couverture des engagements gérés par capitalisation ne sont mentionnés.

<sup>44</sup> « Le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base ou section professionnelle approuve **annuellement**, après avis d'une commission financière constituée en son sein, **un rapport fixant notamment les orientations générales de la politique de placement des actifs gérés par la caisse.** [...] [L]e rapport retient une répartition des placements par catégorie d'actifs financiers qui respecte les limites fixées par le présent chapitre ».

- [191] Ce point est particulièrement préoccupant. Quelle que soit l'activité concernée, la gestion des réserves n'a de sens qu'analysée en regard des besoins de financement des régimes. De ces derniers naissent les contraintes et les questions auxquelles les placements doivent répondre. Ni les modes de gestion, ni les placements eux-mêmes ne peuvent être identiques selon qu'il est question d'organismes ayant recours à une gestion par répartition, par capitalisation ou encore d'organismes pour lesquels les « passifs » n'entraînent que peu ou pas de contraintes. Investir sur les marchés d'actions, obligataires ou sur tout autre type de marché n'a ainsi pas de sens en soi. Pour répondre à cette question, il est nécessaire de disposer de ce que les économistes appellent une fonction d'utilité afin de décider de l'investissement adéquat répondant à l'utilité exprimée. Dans la pratique, cette fonction d'utilité découle implicitement des contraintes de « passif » : évolution de la démographie, durée des engagements, besoins de rendement liés à telle ou telle problématique, nécessité d'éviter une perte des réserves ou, au contraire, l'acceptation d'une telle éventualité, spécificités de fonctionnement des régimes. Ces questions conduisent à des placements et modes de gestion propres.
- [192] Cependant, le règlement financier ne précise aucun objectif précis alors même que la notion de « couverture des engagements » est le fondement des études actuarielles sur lesquelles la caisse prétend s'appuyer. **Aussi, le fondement même de ce qu'est une politique d'investissement est absent du règlement financier de la CRN.**
- [193] La question de la détermination des besoins de financement des régimes est pourtant abordée par le règlement financier. Les articles 5, 6 et 7 abordent respectivement les questions des projections financières, de l'allocation stratégique qui en découle et de l'allocation tactique (article 16).
- [194] Selon les articles 5 et 14, il est question de réaliser des projections démographiques et financières, pour ce qui est du régime de base, et de déterminer un échéancier, année par année, des flux financiers dans le but de piloter la politique de ressources et de charges des régimes de base et complémentaires.

**Recommandation n°16 : Assurer la cohérence du règlement financier en précisant que les projections démographiques et financières concernent les régimes complémentaires.**

- [195] La définition des besoins de financement des régimes étant la condition *sine qua non* à la définition d'une politique de placement, la mission note positivement la présence de tels articles tout en regrettant l'absence des conclusions qui en sont tirées ainsi que l'absence de cohérence de la formulation qui conduit à penser que les projections démographiques et financières ne sont pas à réaliser en ce qui concerne les régimes complémentaires. Toutefois, si l'analyse des besoins des régimes est une étape nécessaire, tout comme celle ayant trait aux perspectives de rendement des actifs, elle ne saurait être suffisante et cela à deux égards. Comme souligné *supra*, la construction des liens entre l'actif et le « passif » tout comme la définition des objectifs de rendement et d'une appétence au risque doivent être tour à tour abordés pour pouvoir décider d'une allocation stratégique. **En l'état actuel, le règlement financier ne définit ni des couples rendement risques, ni la position de la caisse permettant de déterminer de tels couples. L'objectif de la constitution de réserves est également absent du règlement.**

**Recommandation n°17 : Pour chaque régime et section, préciser les objectifs quantifiés en matière de rendement des réserves en lien avec les engagements des régimes, et définir l'appétence au risque de la caisse.**

- [196] De fait, sur ces questions, le règlement financier est évasif et ne limite pas les marges de manœuvre pour ce qui est de la définition de la politique de placement, de l'allocation stratégique et de sa mise en œuvre. Il est particulièrement important de noter que ce n'est pas une absence de réflexion qui est à l'origine de cette absence de définition au sein du règlement financier puisque, par ailleurs, lors de l'élaboration des études actuarielles visant à définir l'allocation stratégique, une vision des objectifs des réserves a été donnée bien que critiquable à plusieurs titres. **Les grands principes formulés par le règlement financier ferment peu de portes et laissent la plus grande liberté à la CRN<sup>45</sup> pour choisir ses objectifs et en changer sans contrainte particulière. La mission se permet d'appeler l'attention sur le fait que la définition d'objectifs, de limites en matière de risques et la formalisation d'une politique de placement ne sont pas antinomiques avec la réactivité qui est parfois nécessaire de pouvoir mettre en œuvre sur les marchés financiers. Une politique d'investissement doit prévoir les cas de dérogation et leurs modalités.**
- [197] Les modalités opérationnelles de gestion des placements ne sont pas précisées. Le règlement financier ne précise ni l'univers de placement sur lequel la caisse souhaite intervenir, ni les options de gestion retenues, ni les modalités d'organisation de la gestion financière. Le règlement financier n'exclut *a priori* aucune classe d'actifs ni type d'actifs autorisés par la réglementation. En particulier, l'article 7 traitant de l'allocation tactique permet à la caisse de « *déterminer une sur ou sous-pondération des grandes familles d'actifs par rapport aux décisions d'allocation stratégiques prises, en fonction d'anticipations de marché à court-moyen terme* » sans que l'étendue de la dérogation en montant et dans le temps, ne soit précisée.
- [198] Dans la pratique, la portée de cet article est limitée dans la mesure où la **caisse n'a pas réellement défini d'allocation stratégique contraignante**. Des entretiens avec l'agent comptable, il ressort que les études menées par les cabinets externes ont simplement vocation à éclairer la commission des placements de sorte que l'allocation proposée n'est nullement contraignante et constitue uniquement une cible. De fait, aucune allocation stratégique n'a été formellement approuvée si bien que parler de dérogations en l'absence même de contrainte n'a pas de réel sens.

**Recommandation n°18 : Etablir des listes d'actifs, secteurs, zones géographiques ou investissements au sens large autorisés ou interdits.**

**Recommandation n°19 : Définir une allocation stratégique contraignante et des marges de manœuvres tactiques en veillant à ce que ces dernières ne soient pas trop larges et ne fassent pas perdre leur sens à l'allocation stratégique.**

**Recommandation n°20 : Définir des critères et des mesures de risques – en accord avec l'appétence au risque de la caisse – couvrant l'ensemble des risques auxquels la CRN doit faire face.**

**Recommandation n°21 : Intégrer la politique immobilière qui est à ce jour absente du règlement financier et n'est pas formalisée.**

---

<sup>45</sup> La commission des placements du 15 juin 2011 se félicite d'ailleurs de ne pas respecter l'allocation stratégique proposée par le consultant au vu des gains permis par la stratégie adoptée : « *Les administrateurs font observer que l'on ne peut que se féliciter de ce dépassement ; la performance des OPCVM étant nettement supérieure à celle des fonds dédiés* ».

**Réponse de l'organisme :** *Le Règlement Financier a été validé par la Tutelle en 2003, date de sa réalisation. Conformément aux recommandations de la mission mais également dans le cadre de la réforme prévue du décret n°1314 du 25 octobre 2002, la CRN va établir un nouveau règlement financier plus précis en matière d'actifs autorisés, de mesure et de définition de risques accompagnée d'une allocation stratégique d'actifs par section. En outre, la gestion immobilière sera intégrée dans ce règlement financier. La mission attire l'attention de la CRN (§ 191) sur le fait que les objectifs de la gestion financière, sont mal ou peu définis. Il convient de préciser que les conséquences de cette imprécision doivent être nuancées. En effet, le montant des réserves de la section C au 31 décembre 2011 (hors plus values latentes) correspond à 8,5 années de prestations de la section C et celui de la section B correspond à 10,65 années de prestations. En outre, même si le résultat technique de la section B est légèrement négatif depuis 2008, ceux de la section C et du régime de Colmar et Metz sont quant à eux encore très largement excédentaires. La CRN est dans une position d'investisseur à long terme avec un passif du même ordre.*

**Observation de la mission :** *La mission a déjà répondu dans la synthèse.*

2.3.1.2. Les obligations des gestionnaires visées par la réglementation ne sont pas explicitées en totalité

[199] L'article 10 du règlement financier précise que la CRN fixe les spécificités des conventions de gestion, à savoir :

- *« Les objectifs et les contraintes de gestion :*
  - *détermination des types d'actifs éligibles ;*
  - *respect des contraintes réglementaires ;*
  - *règles de gestion définies par la CRN (niveau de risque autorisé, limites en matière de risque de crédit, taux de rotation du portefeuille, indice de référence éventuel ...).*
- *Les frais de gestion [...]* ;
- *Les comptes rendus [...]* ;
- *Les contrôles : la CRN se réserve le droit de demander toute justification des actes de gestion et d'exercer tout contrôle sur la gestion des actifs gérés ;*
- *Les conditions de dénonciation [...]* ».

[200] Sur la question de la gestion déléguée, l'article 10 ajoute que : *« en ce qui concerne les investissements dans les OPCVM dédiés et les mandats de gestion, la CRN détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectif de performances et de risques, de frais de gestion et de comptes rendus de gestion ».*

[201] Une fois encore, le règlement est imprécis. Alors que la réglementation prévoit que doivent être définies les conditions de recours à une gestion directe ou à une délégation de gestion ainsi que les obligations imposées aux gestionnaires, le règlement se contente de stipuler que le recours à une gestion déléguée doit répondre à des conditions fixées par la CRN et que les gestionnaires se verront imposer des obligations. Ces conditions et obligations ne sont quant à elles pas définies.

[202] Les accords conclus entre la caisse et les gérants de fonds dédiés se font au cas par cas, ce qui témoigne de l'absence d'une politique pérenne s'inscrivant dans la durée. Néanmoins, à la lecture de l'ensemble des conventions de gestions relatives aux fonds dédiés, **la mission note que des clauses « type » peuvent être dégagées et répondent aux exigences attendues par la réglementation.** Il convient toutefois de noter que dans le cas de fonds aux stratégies « plus exotiques » (cf. annexe 9), ces formulations ne sont pas toujours reprises. En outre, contrairement aux stipulations de l'article 10 du règlement financier qui prévoient que « *tout investissement faisant l'objet d'une délégation de gestion est couvert par une convention de gestion ou un mandat de gestion* » la mission constate que trois fonds dédiés n'ont fait l'objet d'aucune convention de gestion.

**Recommandation n°22 :** Préciser au sein du règlement financier les obligations que la caisse souhaite imposer aux gestionnaires externes et réviser les conventions en cours afin de les mettre en conformité avec ces nouvelles stipulations.

**2.3.2. En l'état actuel, la gestion des risques prévue par le règlement financier n'existe pas**

2.3.2.1. La caisse s'impose la surveillance des risques financiers mais ne les a jamais définis

[203] L'article 9 du règlement financier aborde la question de la surveillance et de la gestion des risques financiers. Selon l'article 9, « *une surveillance des risques financiers, notamment en matière de qualité de crédit des émetteurs est exercée.* » Cet article pose et impose à la caisse la surveillance des risques financiers. Il vise plus particulièrement le risque de contrepartie qui est expressément identifié.

[204] Si le risque de contrepartie fait l'objet d'une attention particulière – les conventions de gestion et prospectus des fonds dédiés indiquent les notations minimales dont doivent jouir les émetteurs auxquels la caisse peut faire appel – on peut s'interroger sur la confiance qui est accordée au seules notes émanant des agences de notation dont les limites ont pu être entrevues à plusieurs reprises.

[205] Au delà de la question du risque de contrepartie – seul risque mentionné – l'exercice d'une « *surveillance des risques financiers* » nécessite au préalable une définition des risques financiers en question. Il va sans dire qu'il est difficile de surveiller, et *a fortiori* de maîtriser, des risques non définis.

**Recommandation n°23 :** Dans ces conditions, une des priorités de la CRN doit être de définir et mettre en place un système de gestion des risques efficace, qui comprenne les stratégies, processus et procédures d'information nécessaires pour déceler, mesurer, contrôler, gérer et déclarer, en permanence, les risques, aux niveaux individuel et agrégés, auxquels la caisse est ou pourrait être exposée.

**Réponse de l'organisme :** *L'analyse du risque va être renforcée au sein de la commission des placements de la CRN. En outre, les reportings seront aménagés en ce sens afin que le Conseil d'Administration et la commission des placements de la CRN soient régulièrement informés et sensibilisés sur ce point. Nous allons ajouter le ratio d'information ainsi qu'une analyse de la volatilité sur 52 semaines au lieu de 20 semaines.*

**Observation de la mission :** *La mission se félicite de la volonté de la caisse de mettre l'accent sur la question de l'analyse du risque. La mission appelle toutefois l'attention sur les limites des seules approches quantitatives. Les modèles sont certes intéressants, toutefois, la notion de risque est complexe est nécessite d'être à la fois appréhendée d'un point de vue quantitatif et d'un point de vue qualitatif.*

[206] **Ce dispositif de gestion des risques n'était pas à la date du contrôle intégré dans le processus de contrôle interne. Pour ce dernier, des efforts sérieux ont été consentis depuis l'exercice 2011 mais sans que les placements soient inscrits, sinon marginalement, dans son champ (cf. *infra*).**

**Réponse de l'organisme :** *Le dispositif de contrôle interne a été défini sur la gestion des et de la trésorerie. Celui-ci est réalisé sur la partie cartographie des risques. Un plan d'action va être déployé sur cette activité métier en 2013 et 2014.*

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

[207] Ce système de gestion des risques, pour être efficace, doit être parfaitement intégré à la structure organisationnelle et aux procédures de prise de décision de la caisse. Le système de gestion des risques financiers doit couvrir *a minima* les domaines suivants:

- la gestion du risque de contrepartie (défaut et marge de risque) ;
- la gestion du risque de taux ;
- la gestion du risque actions ;
- la gestion du risque de change ;
- la gestion du risque de liquidité ;
- la gestion du risque de concentration (gérant, pays, secteur, contrepartie) ;
- la gestion du risque lié aux instruments dérivés.

[208] Ce système au delà des risques financiers doit également intégrer les interactions « actif/passif » et prendre en compte le provisionnement ainsi que la gestion du risque opérationnel (opérations d'achats et de ventes, souscriptions d'OPCVM).

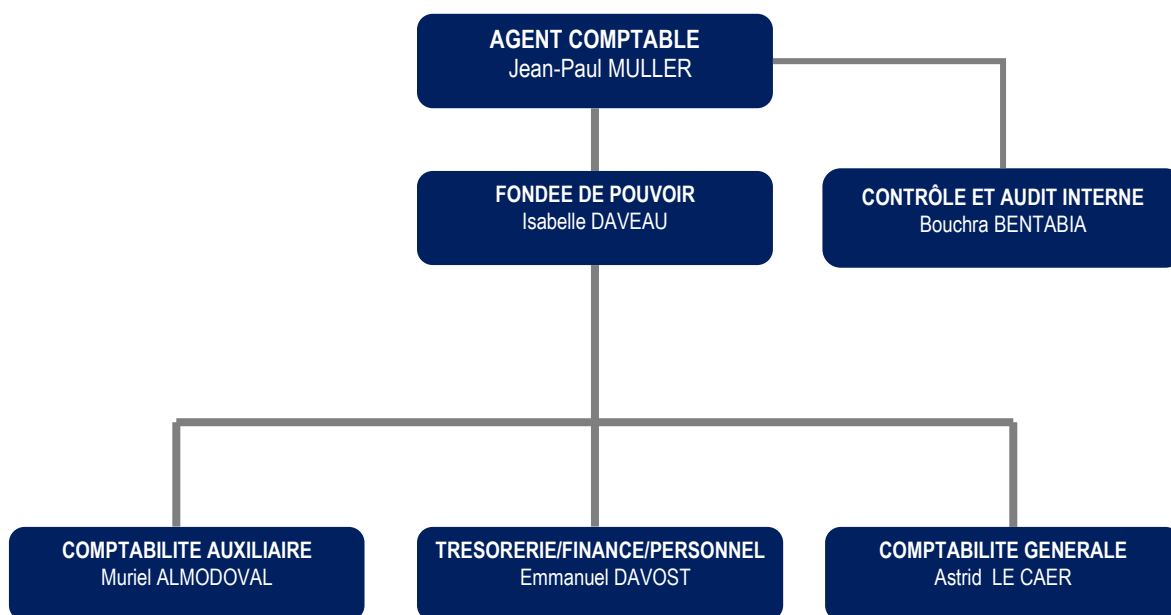
[209] **La caisse doit être en mesure de démontrer sa maîtrise de l'ensemble de ses risques, y compris ceux liés à ses placements ce qui n'était pas vérifié à la date du contrôle.**

2.3.2.2. Le règlement financier prévoit des mécanismes de contrôle qui se mettent en place aujourd'hui seulement et dont la formalisation, prometteuse, n'est pas encore achevée

[210] Le règlement financier impose de manière répétée un contrôle de conformité: « *les modalités de gestion des actifs financiers de la CRN en matière de sécurité et de rendement des placements [...] sont conformes aux dispositions prévues dans le décret n°2002 1314 du 25 octobre 2002* » (article premier), « *la CRN met en place les moyens et les procédures permettant de contrôler ses activités et de s'assurer du respect de la réglementation et des dispositions déontologiques du présent règlement* » (article 3), elle gère ses placements « *dans le respect de la réglementation en vigueur* » (articles 8), « *la CRN fixe les procédures de contrôles a priori et a posteriori* » (article 12).

[211] Le contrôle *a posteriori* de conformité à la réglementation ainsi qu'aux décisions des organes dirigeants et délibérants est confié à l'agence comptable (article 20).

Schéma 1 : Organigramme de l'agence comptable



Source : CRN.

Les définitions du contrôle interne sont nombreuses et leurs auteurs sont, le plus souvent, des organisations professionnelles de comptables. Il en est ainsi de la définition du contrôle interne donnée en 1977 par le Conseil de l'Ordre des Experts Comptables : « *le contrôle interne est l'ensemble des sécurités contribuant à la maîtrise de l'entreprise. Il a pour but d'un côté d'assurer la protection, la sauvegarde du patrimoine et la qualité de l'information, de l'autre l'application des instructions de la Direction et de favoriser l'amélioration des performances. Il se manifeste par l'organisation, les méthodes et les procédures de chacune des activités de l'entreprise, pour maintenir la pérennité de celle-ci* ».

Ainsi, le contrôle interne n'est pas une fonction spécifique de l'entité considérée mais une préoccupation, celle de disposer des sécurités adéquates dans la gestion de l'organisme.

En matière financière, le règlement 97/02 du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière est venu en 1997 préciser les éléments qui doivent composer le dispositif de contrôle interne des établissements de crédit :

- « un système de contrôle des opérations et des procédures internes ;
- une organisation comptable et de traitement de l'information ;
- des systèmes de mesure des risques et des résultats ;
- des systèmes de surveillance et de maîtrise des risques ;
- un système de documentation et d'information ;
- un système de surveillance des flux d'espèces et des titres ».

La plupart des autres secteurs d'activité n'étant pas soumis à une telle réglementation, la majorité des sociétés et organismes français ont mis en place leur propre dispositif de contrôle interne sans s'appuyer sur un référentiel spécifique.

Le référentiel le plus répandu est, sans conteste, le document américain publié en 1992 et intitulé « *Internal Control – Integrated Framework* », plus connu sous l'appellation de COSO, acronyme de « *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*<sup>46</sup> », du nom du comité qui l'a conçu.

<sup>46</sup> Le COSO est un référentiel de contrôle interne défini par le *Committee Of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*. Il est utilisé notamment dans le cadre de la mise en place des dispositions relevant



Le contrôle interne est un dispositif de l'organisme, défini et mis en œuvre sous sa responsabilité, qui vise à assurer :

- la conformité aux lois et règlements ;
- l'application des instructions et des orientations fixées par la Direction Générale ;
- le bon fonctionnement des processus internes, notamment ceux concourant à la sauvegarde de ses actifs ;
- la fiabilité des informations financières ;
- et d'une façon générale, contribue à la maîtrise de ses activités, à l'efficacité de ses opérations et à l'utilisation efficiente de ses ressources.

- [218] De manière plus générale, le règlement financier pose le principe d'un contrôle interne : « *la CRN [...] prévoit une organisation permettant d'obtenir la transparence et la sécurité de son fonctionnement* » (article 2) et « *met en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités* » (article 3).
- [219] Un poste de contrôleur interne a été créé en 2010. Dans un premier temps, le contrôle interne n'a porté que sur les directions métier. Les travaux du contrôleur interne sont complétés par l'intervention annuelle des auditeurs de la CNAVPL sur une partie de la gestion métier et du régime de base.
- [220] En 2011, ont débuté des travaux visant à la description des processus liés à la gestion financière. A la date des investigations, la gestion de la trésorerie et le passage des ordres ont été traités. L'immobilier et la gouvernance restent à faire.
- [221] En ce qui concerne la gestion de la trésorerie, les documents suivant ont été rédigés :
- une carte d'identité permettant d'identifier le responsable du processus, ses objectifs, les données utilisées, les outils associés et les documents produits ;
  - un logigramme décrivant la succession des opérations ;
  - une cartographie des risques et un plan d'actions afférent.
- [222] Pour ce qui est des investissements hors trésorerie, le même genre de travaux a été mené sur le périmètre du passage des ordres. Ces travaux se concentrent sur les risques opérationnels.
- [223] La mission note par ailleurs la réalisation d'une cartographie particulièrement complète de la gouvernance de l'activité de gestion financière qui intègre l'ensemble des prestataires externes.
- [224] La définition des processus et d'une cartographie des risques doivent par la suite conduire à la réalisation de plans de contrôle et de bilans annuels.
- [225] A terme, il est prévu que les processus, aujourd'hui décrits sous forme de logigrammes fassent l'objet de procédures écrites comme le prévoit la réglementation.
- [226] A ce jour, le règlement financier de la caisse comporte une partie intitulée « *manuel de procédures* » tenant en huit articles et en cinq pages. Ce document se veut général et liste à grands traits les tâches dévolues à chaque organe. Par conséquent, la façon dont il est attendu que chaque tâche soit réalisée n'est pas précisée.
- [227] Des différents entretiens conduits et documents reçus, la mission conclut qu'il n'existe pas à ce jour de procédure écrite traitant du contrôle de l'activité de placement ni de la vérification des dispositions du décret de 2002.

**Réponse de l'organisme :** *En septembre 2011, la CRN a lancé un important chantier de mise en place du Contrôle Interne. La méthodologie retenue, agréée par l'IFACI, est déployée sur l'ensemble des secteurs et activités de la caisse. Celle-ci comporte 3 phases principales : Déploiement : Cartographie des risques et plan d'action, Plan de contrôle : Finalisation, planification, suivi et analyse des contrôles Bilan annuel du Contrôle Interne : Rapport annuel A fin janvier 2013, il reste à réaliser la cartographie des risques « Direction » qui sera finalisée fin février 2013 et celle de l'Immobilier qui sera terminée en juin 2013. Il sera ensuite nécessaire de réaliser les très nombreux plans d'actions et plans de contrôle. Le rapport annuel et la charte d'audit seront présentés en avril 2013 lors du Conseil d'Administration.*

**Observation de la mission :** *Vu. Cette longue réponse confirme l'absence d'un contrôle interne en matière de risques financiers.*

[228] **Le contrôle de la conformité à la réglementation et en particulier au décret n°2002-1314 modifié est confié à un cabinet de conseil, AON HEWITT, qui assure également la fonction de conseiller financier de la caisse. Or, comme explicité infra la mission estime que le représentant de la société AON HEWITT a, à plusieurs reprises, conseillé des investissements contrevenant à l'esprit du décret n°2002-1314. Dès lors, il est possible de s'interroger sur les contrôles de conformité que le consultant est supposé réaliser.**

**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 :** *La mission a déjà répondu plus haut au sein de la synthèse.*

### 2.3.3. Les règles de déontologie sont peu contraignantes

[229] Le règlement financier prévoit des dispositions d'ordre déontologique (articles 21 à 25), qui s'appliquent indistinctement à toutes les personnes dites sensibles, à savoir « *les administrateurs et les salariés concernés par la gestion des actifs mobiliers et immobiliers de la caisse* » (article 21). Sont ainsi concernés :

- l'intégralité des administrateurs ;
- les salariés connaissant de la gestion mobilière ou immobilière de la caisse, à l'exclusion des personnes intervenant sous un autre statut.

[230] Les règles déontologiques prohibent la perception à titre personnel de « *toute rémunération relative aux placements* » (article 22). L'article 23 précise les obligations déclaratives pesant sur les personnes sensibles :

- « *relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers avec lesquels la CRN collabore directement ou indirectement* » ;
- « *existence éventuelle d'un mandat d'administrateur dans une entité avec laquelle la CRN collabore directement ou indirectement* » ;
- « *existence du bénéfice éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la CRN* ».

[231] Les déclarations sont déposées auprès de l'agent comptable et peuvent être consultées par la commission de contrôle (article 24) qui est responsable de l'application des règles de déontologie (article 25).

[232] L'article D. 623-16 du code de la sécurité sociale prévoyant l'instauration d'une commission de contrôle a été abrogé par décret en 2009. Le règlement financier n'ayant pas connu de mise à jour depuis 2003, la référence à cette commission demeure alors que cette dernière a disparu des instances de la caisse. Selon le règlement financier, la commission de contrôle est en charge de la déontologie.

[233] Dans la pratique, le conseil d'administration nomme parmi ses membres des « responsables de la démarche déontologique ». Ces derniers ont pour rôle d'examiner les réponses aux questionnaires qui sont adressés aux personnes sensibles. La mission s'est procuré l'ensemble des questionnaires pour l'année 2012 ainsi que le compte rendu établi par lesdits responsables. En date du 12 janvier 2012, les administrateurs responsables de la démarche déontologique « ont examiné les questionnaires pour l'exercice 2012 et n'ont aucune observation particulière à formuler ».

[234] Le questionnaire demandé aux personnes sensibles se compose des six questions suivantes, auxquelles les assujettis doivent répondre par oui ou par non, et d'un espace permettant d'apporter des précisions et explications en cas de réponse positive :

- « avez-vous des intérêts dans une entreprise que vous savez être prestataire de service ou fournisseur de la CRN ? »
- pour les notaires, avez-vous reçu un ou des actes notariés concernant la CRN ?
- avez-vous bénéficié d'une rémunération ou d'un avantage à l'occasion de négociation avec un prestataire de service (transaction immobilière ou financière ...) de la CRN ?
- un membre de votre famille ou vous-même êtes locataire, bénéficiaire ou acquéreur d'un logement de la CRN ?
- un membre de votre famille est-il salarié de la CRN ?
- êtes-vous président ou administrateur de SICAV dans laquelle la CRN a des intérêts ? »

[235] Sur l'ensemble des 25 déclarations une seule comporte une réponse positive. Le directeur déclare en effet avoir un enfant locataire d'un appartement de la CRN<sup>47</sup>. On est alors en mesure de déduire que les cadeaux (bouteilles de vin, chocolats,...) et les voyages ne constituent pas aux yeux de la caisse des « rémunérations » ou « avantages » au sens de la troisième question du questionnaire dans la mesure où il n'est pas fait référence à ces sujets dans les déclarations du directeur et de l'agent comptable.

**Réponse de l'organisme :** *L'appartement occupé par le fils du Directeur à Neuilly sur Seine, est loué dans les conditions du marché en vigueur sur ce secteur et le prix du m<sup>2</sup> loué correspond à celui pratiqué dans ce même immeuble pour les autres locataires. Cet appartement de 2 pièces qui donne sur l'avenue Charles de Gaulle, est loué à 19,33 € le m<sup>2</sup>. La fourchette de location dans cet immeuble est de 17,53 € à 22,92 € le m<sup>2</sup>. Cette différence de prix est, pour une part, fonction de l'exposition de l'appartement côté jardin au sud ou sur l'avenue. En outre, le loyer du locataire sortant était de 1.337,90 €, le locataire entrant (le fils du Directeur) a pris un bail au prix de 1.400 €, soit une revalorisation de 4,64 %. Enfin, le bail avant sa signature, avait été validé conformément à la procédure de déontologie, par le Responsable Immobilier ainsi que par l'Agent Comptable*

**Observation de la mission :** Vu.

<sup>47</sup> Un appartement de deux pièces, d'une superficie de 75 m<sup>2</sup>, situé à Neuilly sur Seine. Fin 2011, son loyer est de 1 419,42 € (dont 200 € de charges). Pour information, à surface et nombre de pièces équivalents, la mission observe que le loyer moyen s'établit aux environs de 2 000 € et évolue dans une fourchette allant de 1 500 € à 3 000 €.

- [236] L'ensemble de ces déclarations est déposé auprès de l'agent comptable. Celui-ci s'étant vu confier un rôle important dans l'exercice de l'activité de placement, ce dernier peut-être considéré comme une personne sensible au sens du règlement financier. Il est alors délicat de considérer qu'il peut être le dépositaire de ces déclarations.

**Réponse de l'organisme :** *Les déclarations annuelles dites sensibles de procédure de déontologie peuvent être déposées auprès de l'Auditeur Interne et non plus auprès de l'Agent Comptable.*

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

- [237] Le conseiller financier de la caisse, représentant la société AON HEWITT, n'est pas considéré comme une personne sensible dans la mesure où il n'est pas salarié de la caisse alors même qu'il a vocation à proposer des investissements et dispose d'un poids non négligeable dans les décisions prises la caisse.

**Réponse de l'organisme :** *Le conseiller financier sera désormais considéré comme un personne dite sensible au regard du code de déontologie.*

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

- [238] Les règles déontologiques mentionnées par le règlement financier apparaissent peu contraignantes puisqu'il est possible de contourner ces règles par personne interposée (conjoint, membre de la famille, relation amicale, etc.). En outre, il est demandé un signalement – et non une abstention – des « fait[s] suspicieux ou déontologiquement condamnable[s] » (article 21). Ainsi, les règles déontologiques ne prohibent-elles pas directement l'utilisation, à des fins personnelles (et encore moins par personne interposée) des informations ou analyses obtenues dans le cadre des missions assurées pour le compte de la caisse. En outre, les cadeaux, voyages ou autres invitations ne constituant pas une rémunération ne sont pas encadrés, pas plus que la communication d'informations concernant les activités de la caisse à des tiers.

**Recommandation n°24 :** *Le code de déontologie devrait être étendu et en particulier encadrer les cadeaux et invitations de la part des gérants de fonds.*

**Recommandation n°25 :** *Etendre les règles de déontologie à la location du patrimoine immobilier soit en prévoyant des mesures d'encadrement des loyers des appartements loués à des personnes présentant des liens avec les administrateurs ou le personnel de la caisse, soit en interdisant de telles pratiques.*

**Recommandation n°26 :** *Elaborer des règles précises pour des sollicitations courantes de la part des fournisseurs (valeur maximale des cadeaux acceptés, règles de redistribution interne ...).*

**Recommandation n°27 :** *Définir de manière précise les obligations déontologiques pour des sujets comme les voyages séminaires et invitations de toute nature.*

**Réponse de l'organisme :** *Dans le cadre du dispositif du Contrôle Interne mis en place sur le cycle de « Direction », le questionnaire déontologique sera réétudié et prendra en compte les remarques de la mission.*

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

- [239] L'application de l'article 21 de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 pourra aider la caisse dans cette évolution. Cet article précise que « toute somme ou avantage alloué à un salarié par une personne n'ayant pas la qualité d'employeur en contrepartie d'une activité accomplie dans l'intérêt de ladite personne est une rémunération ».

- [240] Cette disposition s'applique, quelle que soit la forme de la rémunération (bons, cadeaux, invitations, voyages...) et que son objectif soit mesurable ou non (objectif d'image, de fidélisation...). Au-delà d'un certain seuil par personne et par an, fixé à 15 % du Smic mensuel (environ 200 euros) pour les salariés exerçant une activité commerciale ou en lien direct avec la clientèle, ces avantages font l'objet d'un prélèvement de 20 %. Si le montant de l'avantage est supérieur au Smic, il fait l'objet des mêmes prélèvements qu'un salaire.
- [241] C'est à « *la personne tierce* », autrement dit à l'entreprise qui offre, de s'acquitter de cette taxe. Elle doit également informer l'employeur des avantages versés au salarié. Ce dernier devra quant à lui déclarer ces bénéfices. Le renforcement législatif vise à formaliser les pratiques en matière de cadeaux externes, qui échappaient jusque-là au contrôle de l'Urssaf.
- [242] L'obligation d'information que prévoit ce texte permet à la CRN de disposer d'informations utiles. Il lui appartient d'informer l'ensemble de ses prestataires et de s'assurer que les déclarations en question lui sont effectivement fournies.

**Recommandation n°28 : Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique.**

### **3. LA GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE NE PERMETTENT PAS A CE JOUR D'ASSURER LA MAITRISE DES RISQUES**

- [243] La CRN est gérée par un conseil d'administration, composé de dix notaires titulaires et de dix notaires suppléants actifs et retraités.
- [244] Les membres du conseil d'administration sont élus pour une période de six ans. Le conseil est renouvelable par moitié tous les trois ans. Les administrateurs titulaires choisissent parmi eux le président du conseil et les membres du bureau. Le conseil d'administration nomme le directeur et l'agent comptable :
- le directeur assure le fonctionnement de l'organisme sous le contrôle du conseil d'administration.
  - l'agent comptable est chargé de l'ensemble des opérations financières et de la présentation des comptes au conseil d'administration.
- [245] Différentes commissions ont été instituées pour piloter certaines fonctions de la caisse.
- [246] Contrairement à ce qui peut se pratiquer au sein d'autres caisses de retraites contrôlées par la mission, les nouveaux administrateurs de la CRN bénéficient d'une formation assurée par la société INSTI7 sur la gestion de portefeuille (un jour) ainsi que d'une sensibilisation aux techniques actuarielles (un jour). Compte tenu de l'importance de ces questions en matière de pilotage, la mission encourage la CRN à maintenir son effort et à développer des formations plus ciblées quand un besoin spécifique se fait sentir.

#### ***3.1. Le conseil d'administration ne joue qu'un rôle réduit en matière de placements et ne se saisit pas de cette question***

- [247] La mission a procédé à une revue analytique des comptes rendus des conseils d'administration (cf. annexe 6).
- [248] Le conseil d'administration joue un rôle réduit en matière de définition de la politique de placement et de contrôle de sa mise en œuvre.

[249] L'organisation même des travaux du conseil en limite le rôle en matière de placements. 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 placement présentés en séance, comme cela est le cas pour 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.

[250] Il débat peu du sujet et ne se prononce pas explicitement sur les principaux paramètres de la politique que sont le rendement espéré et le risque accepté, sujets dont on a montré supra qu'ils ne sont pas traités par des documents validés par lui. Son information est très générale, elle est faible sur les facteurs explicatifs précis des résultats financiers et son rôle ne s'est pas accru à la suite des crises financières récentes. Les notions de risque ou de volatilité ne sont abordées que deux fois en six ans. Cette tâche n'est pas non plus assurée par le bureau du conseil.

Tableau 11 : Points relatifs aux placements dans les comptes rendus des conseils d'administration (2006-2011)

Date	Examen comptes	Point sur les placements	Mention des notions de risque ou de volatilité	Allocation stratégique d'actifs
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 d'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 d'administration.

[251] 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.

[252] 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.

**Recommandation n°29 :** Accroître l'implication du conseil d'administration dans la définition de la politique de placement en présentant à son vote explicite les principaux paramètres que sont le rendement espéré et le risque accepté

**Recommandation n°30 :** Accroître son implication dans le suivi des placements en en faisant un point spécifique de l'ordre du jour qui ne se limite pas à l'approbation du compte rendu de la commission spécialisée

**Réponse de l'organisme :** *Pour ce qui concerne la gestion financière, le Conseil d'Administration a opté pour la création d'une commission des placements avec une délégation très large et importante auprès de celle-ci. La commission des placements est composée de 9 administrateurs (dont la totalité des membres du Bureau du Conseil d'Administration), et, donc constituée d'une émanation très représentative du Conseil d'Administration. Chaque année au Conseil d'Administration du mois d'avril, lors de la présentation des comptes, un point est inscrit à l'ordre du jour sur la gestion financière de la CRN. Il est nécessaire de souligner l'importance que revêt la gestion financière au sein de la CRN. La commission des placements se réunit une fois par mois (fréquence exceptionnelle comparée aux autres institutions de la place). Par ailleurs, l'assiduité de ses membres est remarquable. Le Conseil d'Administration dispose également, comme le souligne la mission, de procès-verbaux extrêmement complets afin de lui apporter une information très exhaustive sur les travaux de la commission des placements. Néanmoins, la CRN a prévu, afin de répondre aux observations de la mission, de présenter lors du Conseil d'Administration du mois d'avril, un rapport financier de l'exercice. Ce dernier sera composé d'un bilan précis et détaillé de l'activité de l'exercice écoulé.*

**Observation de la mission :** *La réponse confirme l'observation qui est maintenue. Vu pour les mesures prévues pour renforcer le rôle du conseil d'administration.*

**3.2. *La commission des placements se focalise sur la performance à court terme et est incitée par son conseiller externe à investir dans des actifs risqués dont la détention directe serait contraire aux dispositions du décret n°2002-1314 modifié***

[253] 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.

[254] La commission se réunit une fois par mois et a pour objectif<sup>48</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 ».*

<sup>48</sup> Selon le site internet de la caisse.

- [255] 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) (cf. annexe 7). 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.
- [256] **La comparaison des différents organismes contrôlés dans le cadre de la mission de contrôle de placements des organismes gestionnaires de régimes de retraite complémentaire obligatoire amène la mission à noter positivement la présence de tels relevés de décisions et de comptes rendus permettant de retranscrire le contenu des discussions tenues en commission.** Toutefois, lorsqu'un « large débat s'installe entre les administrateurs », l'ensemble des questions soulevées au cours de ce débat gagnerait à être précisé.
- [257] 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.
- [258] 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.
- [259] Les exposés du conseiller financier et les échanges entre administrateurs sont nourris en partie par une information financière préparée par le conseiller financier. Cette information apparaît comme complète et de qualité mais ne traite que peu des placements immobiliers.
- [260] Le *reporting* analysé en commission des placements est élaboré par la société AON HEWITT et comprend deux versions : une version détaillée et une version 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 (y compris le président et le vice-président).**
- [261] Par ailleurs, bien que le *reporting* visant à s'assurer du respect du cadre de gestion des fonds mentionne le respect de contraintes réglementaires, ces dernières visent les contraintes applicables aux OPCVM découlant de la réglementation qui leur est applicable et non pas les contraintes applicables à 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.**
- [262] Pour ce qui a trait aux OPCVM dédiés, un nombre important de conventions de gestion (cf. annexe 9) 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 doivent faire 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 :** *La caisse est imprécise lorsqu'elle évoque la vérification de la réglementation par le cabinet AON HEWITT. Si ce dernier s'attache en effet à vérifier les dispositions législatives et réglementaires applicables aux OPCVM présentes dans le code monétaire et financier, il en va différemment des dispositions du code de la sécurité sociale issues du décret n°2002-1314. La mission a développé dans le présent rapport les éléments faisant l'objet d'une vérification par le cabinet et ceux ne le faisant pas. La caisse ne répond pas à ces éléments précis et factuels et se contente d'affirmer sans prouver. Par ailleurs, la mission démontre et donne des exemples témoignant des conseils du cabinet incitant à investir sur tel ou tel support financier. Sur ces deux points, la mission ne va pas ici répéter ce qu'elle a écrit précédemment et ne peut qu'inviter la caisse à (re)lire le rapport et ses annexes. Observation maintenue.*

[263] Parallèlement, l'agent comptable élabore un tableau ayant vocation à s'assurer du respect de certains ratios réglementaires<sup>49</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 comptable.

**Réponse de l'organisme :** *Le tableau annuel sur le contrôle du respect des ratios réglementaires, sera inscrit à l'ordre du jour de la commission des placements.*

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

[264] **Ce 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>49</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 %.



**Observation de la mission :** *Le document évoqué par la caisse lorsqu'elle prétend ventiler ses placements selon les 13 catégories réglementaires ne correspond pas à ce qui a été fourni à la mission alors même qu'elle a insisté à plusieurs reprises pour se faire communiquer tout document de ce type. La mission se permet donc de reproduire ci-dessous le document élaboré par l'agent comptable que ce dernier lui a transmis. Si la CRN fait référence au reporting élaborée par AON HEWITT ce dernier ne permet pas, comme explicité plus haut, ladite ventilation. Le document joint par la caisse ne correspond d'ailleurs pas à la réponse qu'elle apporte.*

*Document supposé permettre de vérifier les exigences réglementaires fourni à la mission par la CRN*

	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
<b>Produits de taux</b>	44,3%	39,4%	41,6%	45,7%	39,5%	39,8%
<b>Autres Actifs</b>	55,7%	60,6%	58,4%	54,3%	60,5%	60,2%
<b>Actions</b>	36,0%	42,1%	38,2%	29,4%	38,7%	37,5%
<b>Immobilier</b>	19,4%	18,4%	20,2%	24,9%	21,7%	22,7%
<b>Parts de FCP à risque</b>	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**Méthodologie retenue :**

Les fonds convertibles (fonds dédiés et OPCVM ouverts) sont affectés aux poches taux et actions en fonction du Delta  
 Les OPCVM ouverts diversifiés sont affectés à 50% à la poche taux et à 50% à la poche actions  
 Les fonds dédiés (hors fonds convertibles) sont décomposés en transparence puis ventilés par classe d'actifs  
 Les produits garantis sont affectés à la poche taux

Source : CRN.

- [265] 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 auquel il est fait référence permet de contrôler ces quatre ratios annuellement. Les limites à respecter sont également contrôlées chaque mois grâce au reporting mensuel de la répartition réglementaire. Cet article précise également les contraintes à respecter en terme de concentration. Le bon respect de ces règles est contrôlé tous les mois.*

**Observation de la mission :** *La mission ne peut que renvoyer la caisse à la lecture du rapport et aux réponses apportées supra. A titre de complément, la mission rappelle que les placements immobiliers font également l'objet de contraintes réglementaires alors même que l'immobilier ne rentre dans aucun des dispositifs évoqués par la caisse. Si une absence de contrôle ou des lacunes peuvent se comprendre dans une certaine mesure, affirmer d'un côté mettre en œuvre tous les contrôles nécessaires et expliquer dans sa réponse au présent rapport, avoir calculé un taux de non-conformité de plus de 7% est pour le moins inquiétant.*

- [266] 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.

**Recommandation n°31 :** *Instaurer un suivi des contraintes réglementaires introduites par le décret 2002-1314 modifié. Ce suivi pourrait prendre la forme d'un tableau ventilant les*

**différents placements de la caisse dans chacune des 13 catégories réglementaires et reprenant, par ailleurs, les grandes masses faisant l'objet de contraintes quantitatives.**

**Recommandation n°32 : Présenter en commission des placements, les indicateurs de risques d'ores et déjà existant au sein du *reporting* détaillé.**

**Recommandation n°33 : Inclure une ventilation sectorielle et l'exposition aux plus grandes lignes sur l'ensemble du portefeuille consolidé afin de compléter les indicateurs existants.**

[267] En dépit de la disponibilité d'une information, écrite mais non distribuée, de qualité comportant de nombreux aspects liés aux risques, les discussions de la commission se focalisent sur la performance.

[268] 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. En l'occurrence, 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.

**Recommandation n°34 : Chaque opération d'investissement ou de désinvestissement gagnerait à être justifiée avec plus de détails.**

**Recommandation n°35 : Avant chaque investissement, donner une plus grande importance aux aspects en lien avec les besoins de financement des régimes, les risques encourus et la réglementation.**

**Réponse de l'organisme :** *Les décisions d'investissements ou de désinvestissement font toujours l'objet d'une étude préalable. La CRN veillera à améliorer le processus de formalisation de ces décisions.*

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

[269] Les discussions ayant trait à l'analyse de ces éléments dépendent fortement de la volonté du conseiller en place. En 2006, de nombreuses références aux besoins des régimes et à la réglementation peuvent être relevées (cf. annexe 7). Toutefois, entre 2007 et 2011, les discussions relatives aux besoins des régimes tombent en déshérence.

[270] Au cours de la période sous revue, la CRN a connu trois conseillers financiers différents issus de la société AON HEWITT. Le premier, M. PUCHE a quitté ses fonctions en septembre 2006. Son remplaçant, M. BERCHEM était particulièrement intéressé par les questions des risques et de l'adossement des actifs aux besoins des régimes. Cependant, ce dernier n'interviendra que trois fois en commission des placements avant que la caisse ne demande à AON HEWITT de le remplacer. Par conséquent, à compter de décembre 2006, M. DU PENHOAT est le nouveau représentant de la société AON HEWITT.

[271] **Si, en 2006, le consultant de l'époque alerte la commission sur les risques et la conformité réglementaire, le dernier consultant en date incite la caisse à détenir des placements risqués et que la caisse ne pourrait détenir en direct en application du décret n°2002-1314.**

**Réponse de l'organisme :** *La société Aon Hewitt a réalisé en 2005 l'étude d'ALM pour la CRN et le niveau de risque a été déterminé et validé par la commission puis par le Conseil d'Administration. Les Administrateurs avaient en effet jugé acceptable le niveau de risque au regard de l'optimisation du couple rendement / risque. En conséquence, les observations formulées par M. BERCHEM ne correspondaient pas aux décisions de la commission des placements.*

**Observation de la mission :** *La réponse est générale et imprécise. Il n'est pas répondu sur les interventions liées à des produits particuliers du conseil d'une part, sur le risque réglementaire d'autre part. La réponse de la caisse est pour le moins surprenante car l'absence d'adéquation des observations de M. BERCHEM avec la politique de la caisse ne ressort pas dans les PV de commission financière. Par ailleurs, la première raison invoquée oralement lorsque la mission a posé la question du départ du conseiller n'était pas celle mis en avant aujourd'hui. L'observation est maintenue.*

[272] La revue des comptes-rendus des commissions des placements traduit 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.

**Réponse de l'organisme :** *Les investissements réalisés par la CRN se font dans le respect des contraintes réglementaires. Les supports d'investissements sélectionnés font l'objet d'une étude de conformité à la réglementation.*

**Observation de la mission :** *Les développements et réponses apportées plus haut montrent que la réalité est différente. La mission met en avant des éléments que la caisse tente de balayer par une simple affirmation qui ne prouve rien sans répondre sur le fond.*

**Réponse de l'organisme :** *Durant la détention d'un produit, il est possible que certaines conditions d'admissibilité ne soient plus réunies. Cela ne signifie pas pour autant que ces conditions n'étaient pas intégralement satisfaites au moment de l'achat.*

**Observation de la mission :** *Cette réponse est particulièrement inquiétante car la caisse reconnaît qu'elle ne vérifie pas la conformité réglementaire pendant la détention des actifs alors même qu'elle soutient plus haut que le conseiller de la société AON HEWITT réalise cette tâche mensuellement. Une telle vérification peut être demandée au dépositaire à condition de développer les contraintes imposées par le décret de 2002 au sein des conventions de gestion.*

[273] 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 certainement donné son accord pour la souscription du fonds en question.

[274] Le représentant de la société AON HEWITT est supposé conseiller la caisse dans le respect de la réglementation. Or, les comptes rendus montrent 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.

[275] Cette volonté de ne pas faire indirectement ce qui lui est interdit directement conduit par exemple la caisse 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.

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<sup>50</sup>.

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* ». Or, en dépit des propos du consultant sur le caractère « *incontestablement intéressant* » du produit, 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 ainsi qu'il est dans les stratégies de la caisse de « parier » sur la remontée 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, pas plus que 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 l'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-elle 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 termiste 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*

<sup>50</sup> La quatrième partie du présent rapport revient en détail sur ces produits afin d'explicitier les questions de conformité qu'ils soulèvent.

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.

**Réponse de l'organisme :** *Les missions confiées au conseiller financier Aon Hewitt sont essentiellement la veille juridique, le suivi réglementaire et la réalisation du reporting. Il n'est pas dans ces attributions d'inciter à investir dans tel ou tel produit.*

**Observation de la mission :** *Les comptes rendus examinés par la mission et dont une partie est reproduite dans l'encadré témoignent de l'inverse dans les faits. La réponse de la caisse est préoccupante sur ce point. Si la caisse n'a pas confié de manière formelle (contrat) ladite mission à son conseiller, il n'en reste pas moins que dans la pratique, celui-ci tient ce rôle comme en témoignent les comptes rendus et l'encadré supra. La mission invite donc la caisse à clarifier ce point : ne pas retranscrire au PV les conseils du prestataire n'étant évidemment pas la solution envisagée par la mission. Les missions de conseiller financier et de contrôleur sont en effet délicates à concilier.*

[292] Au total, la mission note que le conseil de la caisse a une perspective de gestion qui ne le conduit pas à articuler ses conseils sur les besoins des régimes gérés par la caisse, ni à respecter les règles du décret de 2002 pour les fonds dédiés qu'elle détient. On ne peut considérer que le conseil de la caisse remplit un rôle de vérification de la conformité des placements proposés aux règles qui les régissent.

**Réponse de l'organisme :** *Lors de certaines commissions, en fonction du niveau de la trésorerie disponible, et de la volonté des administrateurs d'arbitrer tel ou tel investissement de la CRN, des souhaits sont émis par ces derniers afin d'investir sur des supports qui répondent aux orientations retenues par l'étude ALM. Une recherche est alors menée par la CRN pour proposer aux membres de la commission différents fonds qui présentent un couple rendement/risque, sur une période de 3 à 5 ans, parmi les meilleurs et ce, dans le respect des contraintes imposées par la réglementation.*

**Observation de la mission :** *Il n'est pas répondu à l'observation qui est maintenue.*

[293] On ne peut toutefois exonérer la commission de sa propre responsabilité et conclure qu'elle a été trompée par son conseiller ; les investissements proposés sont, même pour un non spécialiste, clairement non-conforme à ces dispositions.

**Recommandation n°36 :** **Faire apparaître formellement pour chaque proposition d'investissement sa conformité aux règles posées par le décret de 2002.**

**Recommandation n°37 :** **Pour ce qui est de la sélection des fonds, sans aller jusqu'à la mise en œuvre de méthodes de scoring, l'opportunité de la définition de critères et d'un barème permettant de justifier un avis devrait être examinée.**

**Réponse de l'organisme :** *La commission des placements sera attentive à vérifier la conformité des supports au regard de la réglementation avant toute prise de décision d'investissement.*

**Observation de la mission :** *Cette phrase montre que tel n'est pas le cas aujourd'hui.*

**Réponse de l'organisme :** *La sélection d'un fonds par la commission des placements fait préalablement l'objet d'une analyse réalisée par les services internes de la CRN et le conseiller financier. Après ce premier filtre, une sélection de quelques fonds est présentée à la commission des placements sur différents critères sur 1, 3 et 5 ans, tels que la volatilité, la perte maximum, l'encours, les frais de gestion et les performances. Ce n'est qu'après étude de ces informations que la commission des placements prend sa décision. La démarche de sélection d'un fonds sera formalisée dans le procès verbal de la commission des placements.*

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

[294] L'influence du conseiller est également visible s'agissant de l'allocation stratégique. Lors de la séance de la commission des placements du 11 décembre 2008, après que le Président a rappelé qu'il était convenu de mettre en œuvre certaines conclusions de la démarche d'allocation d'actifs d'INSTI7, M. DU PENHOAT indique « *qu'il s'agit bien de faire des évolutions plutôt qu'une redéfinition complète de l'allocation stratégique d'actif de la CRN. Il indique qu'il se méfie des approches trop théoriques* ». A titre d'information, au cours de cette séance, les administrateurs décideront d'investir 20 M€ sur un fonds (ETF) à « *thématique pétrole* ».

### **3.3. La commission de gestion des immeubles assure la gérance du patrimoine immobilier**

[295] La commission de gestion des immeubles a été mise en place en 1962 lors de la création de la section B et de la constitution d'un patrimoine immobilier.

[296] Fin 2012, ce patrimoine est constitué d'une trentaine d'immeubles situés pour la plupart en Ile de France. La surface totale du patrimoine avoisine les 66.000 m<sup>2</sup> dont 55 % sont des bureaux, 41 % de l'habitation et le reste des commerces. Deux immeubles sont situés à Strasbourg et font partie des actifs du régime spécial des notaires des cours d'appel de Colmar et de Metz.

[297] La commission de gestion des immeubles a pour principale mission de veiller à la bonne gestion du patrimoine immobilier de la caisse. Elle est constituée de membres du conseil d'administration qui se réunissent tous les trimestres. Le directeur de la caisse et le responsable du service immobilier participent aux réunions de la commission.

**Réponse de l'organisme :** *Les membres du personnel qui participent à la commission des immeubles chaque trimestre, sont : le Directeur, l'Agent Comptable, le Responsable du service immeuble et l'architecte qui accompagne la caisse dans la gestion du patrimoine immobilier.*

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

[298] La mission a examiné l'ensemble des comptes rendus des séances de la commission qui se sont tenues entre 2006 et 2011. Pour chaque séance, les documents suivants ont été remis à la mission :

- ordre du jour de la réunion ;
- compte rendu ;
- liste des bureaux vacants ;
- liste des appartements vacants ;



- documents divers non présents pour toutes les séances : rapport de visites, articles de presse, courriers échangés avec les différentes parties prenantes (notaires, avocats,...), taux de rotation, liste des débiteurs.

[299] Les ordres du jour, bien que variant en fonction des séances, présentent une structure similaire. Au cours de chaque séance, sont successivement abordés les points suivants :

- locaux vacants et relocations ;
- acquisitions ;
- travaux en cours ;
- ventes ;
- questions diverses (litiges).

[300] La liste des bureaux vacants présentée à la commission est fournie à plusieurs dates et donne, immeuble par immeuble, la surface des bureaux non occupés, le niveau de l'ancien loyer, le montant du nouveau loyer, les prix au m<sup>2</sup> correspondants ainsi que des observations. Pour ce qui est des appartements, la liste présentée est similaire à ceci près que le nombre de pièces est indiqué.

[301] Des séances débutent par une présentation des différents tableaux se rapportant au patrimoine : nombre d'immeubles, surfaces, valeurs nettes comptables, valeurs d'expertise, rendements (bruts, nets, théoriques). Ces présentations ne sont pas systématiques.

[302] Au final, le rôle de la commission de gestion des immeubles est principalement opérationnel, le suivi de l'immobilier en tant que placement étant dévolu à la commission des placements.

[303] Si l'immobilier fait l'objet d'un suivi régulier et rigoureux par la commission de gestion des immeubles, ce dernier gagnerait à être complété par des indicateurs ayant vocation à être discutés en commission des placements.

[304] En effet, dans la pratique, les comptes rendus des commissions des placements et de gestion des immeubles sont pauvres en indicateurs permettant d'apprécier la qualité de la gestion financière du patrimoine immobilier. Même si tout indicateur présente des défauts, la mission constate que les comptes-rendus ne font pas état de discussions en matière de taux de vacance (comparés au marché, aux autres caisses,...), de taux de rotation ou encore de taux de rendement interne des opérations immobilières. Il en va de même des niveaux de loyers pratiqués. Aucun document synthétique ne permet d'évaluer si les loyers pratiqués (lot par lot) sont situés dans une fourchette cohérente avec les prix de marché (compte tenu de la localisation, du type et de l'état du logement/bureau).

[305] Au delà de l'information financière permettant d'appréhender rapidement les niveaux de loyer, un tel document permettrait d'améliorer la transparence en matière de location compte tenu du fait que certains logements ont pu être loués à des personnes liées au personnel de la caisse ou à ses administrateurs.

**Recommandation n°38 : Renforcer le reporting à destination de la commission des placements sur la question des placements immobiliers en y intégrant les taux de vacances, les taux de rotation, les taux de rendement interne et en évaluant le niveau des loyers pratiqués par rapport au marché.**

**Réponse de l'organisme :** *Comme le souligne la mission, la CRN va élaborer un reporting immobilier détaillé à destination de la commission des placements. Celui-ci comportera, comme pour la gestion financière, des indices de performance, de qualité et de gestion.*

**Observation de la mission :** Vu

### 3.4. *La commission des marchés a pour mission d'analyser les propositions faisant suite aux appels d'offres mais la caisse ne respecte pas l'obligation qui lui est faite d'appliquer le code des marchés publics*

- [306] Dans le cadre de son activité, la CRN est amenée à passer des commandes auprès de prestataires extérieurs.
- [307] L'article L. 124-4 du code de la sécurité sociale impose que « *les travaux, les fournitures, les prestations intellectuelles et les services pour le compte des organismes de droit privé jouissant de la personnalité civile assurant en tout ou partie la gestion d'un régime légalement obligatoire d'assurance contre la maladie, la maternité, la vieillesse, l'invalidité, le décès, le veuvage, les accidents du travail et les maladies professionnelles ou de prestations familiales, ainsi que des unions ou fédérations desdits organismes, [fassent] l'objet de marchés dont le mode de passation et les conditions d'exécution respectent les garanties prévues en matière de marchés de l'État* » dans des conditions fixées par l'arrêté du 16 juin 2008 modifié du portant réglementation sur les marchés des organismes de sécurité sociale, qui renvoie pour l'essentiel aux « *dispositions législatives et réglementaires relatives aux conditions de passation et d'exécution des marchés publics et des accords-cadres de l'État et de ses établissements publics* ».
- [308] La principale fonction de la commission des marchés est d'analyser les différentes propositions publiées à la suite d'un appel d'offre et de faire le choix d'un prestataire. La commission est composée au minimum de trois membres du conseil d'administration.
- [309] Dans le domaine financier, la question de la passation de marchés publics se pose pour ce qui est des prestations de conseil et de la gestion d'actifs.
- [310] Sur le premier point, la caisse a indiqué ne pas passer de marché public pour ce qui est des prestations de conseil financier (cabinet AON HEWITT), celles liées aux études de passif (cabinet WINTER & ASSOCIES) et aux études d'actif (cabinet INSTI<sup>51</sup>).
- [311] Sur le second point, la caisse n'a pas non plus recours à la passation de marchés publics.
- [312] La mission n'a audité ni la régularité des marchés passés ni l'ensemble des prestations qui ont fait l'objet d'une procédure de marché public. Cependant, la mission a demandé l'ensemble des contrats passés avec les prestataires cités *supra*. **La CRN n'a pas été en mesure de produire de contrat pour ce qui est de la prestation réalisée par le cabinet WINTER & ASSOCIES.**
- [313] Lors de la séance de la commission des placements du 10 juin 2009, on apprend qu'ING était le courtier de la CRN depuis plus de 20 ans. Suite au retrait d'ING, la caisse a dû procéder aux démarches afin de remplacer ce prestataire. Le compte-rendu de la séance est éclairant sur les pratiques de la CRN en la matière : « *après un rapide tour de table* », BNP est choisi. On y apprend également que le coût de la gestion est deux fois inférieur à celui pratiqué par ING, ce qui confirme que la mise en concurrence des prestataires pourrait être la source d'économies de gestion.
- [314] La caisse a aussi indiqué ne pas passer de marché public pour les acquisitions de fonds notamment afin de sélectionner les organismes chargés de gérer les OPCVM dédiés de la caisse. Même si la caisse n'a pas motivé juridiquement son analyse on peut penser qu'elle s'appuie sur l'exception organisée au 5° de l'article 3 du code des marchés publics (qui transpose la directive n°2004/18 du Parlement européen et du Conseil du 31 mars 2004 relative à la coordination des procédures de passation des marchés publics de travaux, de fournitures et de services) visant les « *accords-cadres et marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers et à des opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs* ».

---

<sup>51</sup> Dirigé par un ancien conseiller financier de la caisse, M. PUCHE, opérant à l'époque pour le compte de la société HEWITT. Dans l'intervalle, M. PUCHE interviendra lors de la séance de la commission des placements du 18 janvier 2007 alors qu'il n'est plus conseiller de la caisse afin d'introduire la société GOFX<sup>2</sup> souhaitant proposer un produit à la caisse. La CRN y investira 4 M€.

- [315] Or cette exception – qui vise en fait l'émission de dette par un pouvoir adjudicateur – ne se comprend que par référence à l'article 29 du code des marchés publics, qui prévoit des règles spécifiques de passation des marchés publics en ce qui concerne en particulier les « services financiers : services d'assurances, services bancaires et d'investissement ». Le 8° de l'article 9 de la directive n°2004/18 précise d'ailleurs que la valeur à prendre en compte pour le calcul du montant estimé des marchés de « services bancaires et autres services financiers » sont « les honoraires, commissions, intérêts et autres modes de rémunération ».
- [316] Dès lors, l'exception organisée au 5° de l'article 3 du code des marchés publics ne porte que sur le choix des instruments financiers – donc sur les placements eux-mêmes – et ne concernent en rien les services rendus à la CRN pour réaliser ses opérations de placement.
- [317] A cet égard, la caisse serait donc parfaitement en mesure de mettre en concurrence selon le formalisme prévu par le code des marchés publics la sélection des fonds dédiés. Les arguments de la non pertinence de ce dispositif à la nécessité de décisions rapides n'est pas pertinente au plan juridique. Il ne l'est pas non plus d'un point de vue pratique, en particulier car l'application du code n'empêcherait pas la caisse de liquider rapidement un fonds dédié et de replacer les sommes ainsi libellées dans des instruments financiers dont le choix n'est pas soumis au code des marchés publics (titres détenus en directs, fonds ouverts, augmentation du volume de fonds dédiés déjà détenus).
- [318] L'article 432-14 du code pénal punit d'une peine de 2 ans de prison et de 30 000 € d'amende « le fait par une personne dépositaire de l'autorité publique ou chargée d'une mission de service public ou investie d'un mandat électif public [...] de procurer ou de tenter de procurer à autrui un avantage injustifié par un acte contraire aux dispositions législatives ou réglementaires ayant pour objet de garantir la liberté d'accès et l'égalité des candidats dans les marchés publics et les délégations de service public ».

**Recommandation n°39 : Appliquer le code des marchés publics à la sélection des fonds dédiés et aux services liés à la gestion des placements.**

**Réponse de l'organisme :** *Dans le cadre de la mise en place de la cartographie des risques liée au Contrôle Interne du cycle « Direction », une personne de la CRN, formée au code des marchés publics, aura la charge de la gestion des appels d'offre. Les commandes passées auprès de prestataires seront dorénavant, intégrées dans ce processus.*

**Observation de la mission :** Vu

**3.5. Les relations avec les sociétés de gestion sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision**

- [319] 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.
- [320] 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 et 53 % du total des placements y compris l'immobilier. Aussi, la mission a retenu dans son échantillon l'ensemble des fonds dédiés.

Tableau 12 : Inventaire des OPCVM<sup>52</sup> 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	
FR0010806901	LYXOR ALPHA ACCELERATOR	LYXOR AM	
FR0010525857	FDRN HDF	HDF	
<b>Total</b>			<b>780,0</b>

Source : CRN, Etat détaillé des placements.

[321] 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 la nature de l'échantillon retenu qui permet de mieux apprécier l'action discrétionnaire de la caisse dans un domaine où elle a les mains libres.

### 3.5.1. Les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté et sont éloignés des contraintes induites par les régimes, ce qui laisse une grande latitude aux gérants

[322] Les objectifs et contraintes de gestion sont retranscrits au sein de conventions de gestion signées entre la caisse et les sociétés de gestion de ses fonds dédiés. Sur les 16 fonds dédiés sondés par la mission 5 présentaient une convention non datée et/ou non signée (31 %). De plus, parmi ces fonds, 3 n'ont fait l'objet d'aucune convention de gestion (19 %).

<sup>52</sup> BMTN MILLENIUM BNP MASTER, EMTN EPSILON SOGE et LYXOR ALPHA ACCELERATOR ne sont pas des OPCVM mais des titres détenus en direct que la caisse classe parmi ses fonds.

Tableau 13 : FCP pour lesquels la convention présente une irrégularité

	Convention non datée	Convention non signée	Absence de convention
FDRN ODDO EMERGENTS	■		
FDRN EDRAM FLEXIBLE			■
CRN OPPORTUNITE EUROPEENNE			■
CRN-CCR-ACTIONS		■	
CRN MANDARINE-ACTIONS			■

Source : IGAS.

- [323] Les conventions de gestions reprennent souvent des articles « type » voulus par la CRN. Sont ainsi présentes dans la plupart des conventions des stipulations quant aux frais de gestion, aux conditions de dénonciation, au *reporting* ainsi qu'aux modalités de contrôles possibles par la CRN. Les conventions font aussi, le plus souvent, référence au décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 et prescrivent que les investissements doivent être réalisés en conformité avec ce texte. **La mission note cette bonne pratique qui reste encore trop rare.**
- [324] Cependant, les diverses conventions de gestion et prospectus ont en commun la légèreté avec laquelle y sont définis les objectifs de gestion.
- [325] Il est ainsi possible de lire dans la plupart des conventions (cf. annexe 9) que l'objectif de la gestion est « *l'optimisation des performances dans le respect du cadre de gestion normé dans la présente convention et ses annexes* » ce qui pourrait difficilement être plus vague.
- [326] Le manque de précision et de définition des objectifs, que ce soit en matière de rendement ou d'enveloppe de risque, laisse, de manière générale, une marge de manœuvre importante aux gérants des OPCVM. Les éléments suivants extraits des conventions ou prospectus sont particulièrement éclairants :
- FCP CASAM BALZAC : Ce 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.
    - 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.**
    - 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* ».
    - 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** ».
    - « *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* ».

- 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>53</sup>.
- L'engagement peut être de 110 % de l'actif : « *cet engagement sur les instruments financiers à terme sera mesuré par la perte potentielle 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 maximale.
- Le fonds s'accorde également le droit d'investir sur les marchés des matières premières
- FCP FDRN AMUNDI : Le fonds investit à la fois en actions et obligations. L'exposition aux marchés actions doit être comprise entre 20 % et 80 %. Il en est de même pour ce qui est de l'exposition aux produits de taux. Leur maturité peut s'étendre de 0 à 8 ans.
- FCP FDRN ODDO EMERGENTS : Le gérant du fonds doit respecter les contraintes d'allocation globale définies 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* ».
- FCP FDRN EDRAM FLEXIBLE : 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.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN a fait le choix de déléguer une partie de l'allocation tactique de son portefeuille à des spécialistes en investissant dans des fonds dédiés diversifiés qui laissent des marges de manœuvres aux gestionnaires en matière d'allocation.*

**Observation de la mission :** *La réponse confirme que l'existence de marges de manœuvre et ne répond pas sur leur caractère excessif. Elle confirme le choix de confiance fait à des « spécialistes » qui sont ensuite libres d'utiliser les fonds confiés dans un cadre très peu défini.*

**Réponse de l'organisme :** *Le prospectus de chaque fonds dédié précise l'indice de référence du fonds, son univers « investissable » ainsi que les marges de manœuvres utilisables par le gérant.*

**Observation de la mission :** *Il n'est pas répondu sur le caractère excessif des marges laissées aux gérants. Observation maintenue*

<sup>53</sup> Comme les *credit default swap* (CDS) par exemple.

- [327] **Les objectifs affichés ne sont par ailleurs pas en ligne avec les études menées dans le cadre de la définition de l'allocation stratégique (cf. annexe 5 Etudes).** Par exemple, la détention de produits structurés n'est à aucun moment appréhendée par les études et ne fait l'objet d'aucune cible claire en termes d'allocation. **Pourtant, fin 2011, 8 % des placements de la caisse (hors immobilier et en valeur de réalisation) sont constitués de titres structurés complexes.**

**Réponse de l'organisme :** *Les objectifs affichés ont été clairement exposés. Les produits structurés ont pour leur part vocation à disparaître des portefeuilles de la Caisse.*

**Observation de la mission :** *Il est inexact que les objectifs affichés soient en ligne avec les études en particulier pour les produits structurés qui n'ont pas fait l'objet d'une cible claire en matière d'allocation. La mission note que ces produits ont vocation à disparaître des portefeuilles de la caisse, tout autant qu'il aurait été intéressant d'expliquer pourquoi ils ont eu vocation à y entrer il serait intéressant que la caisse explique pourquoi ils ont maintenant vocation à en sortir : pertes excessives ? illiquidité ?, réalisation par la caisse qu'elle n'en maîtrise pas le contenu ? non adéquation aux besoins du passif ?*

- [328] Il en va de même des horizons de placement et des *durations* correspondantes. Le plus souvent, les conventions de gestion laissent au gérant la possibilité d'investir sur des titres conduisant à une sensibilité global du fonds comprise entre 0 et 8. A peu de choses près, cette sensibilité est égale la *duration* moyenne des obligations et titres de créance sous-jacents, ce qui en dit long sur la marge laissé au gérant. **Les objectifs sont fixés sans lien avec les régimes de la caisse et prennent principalement en compte la performance qu'il semble possible de réaliser dans tel ou tel cadre de gestion.**

**Réponse de l'organisme :** *L'allocation du portefeuille consolidé est suivie tous les mois afin de s'assurer du respect de la réglementation.*

**Observation de la mission :** *La réponse est sans lien avec les observations de cette partie qui ne portent pas sur le respect de la réglementation.*

- [329] De plus, les indices de référence utilisés par la caisse sont certes pertinents pour comparer les investissements de la CRN à l'ensemble d'un marché cohérent avec la typologie des actifs sous-jacents mais ne permettent pas de juger de la qualité de gestion de la caisse. La CRN n'est pas un OPCVM dont l'objectif est de battre tel ou tel indice. Contrairement à un OPCVM, la caisse est contrainte par les besoins de ses régimes. Il apparaît ainsi que son but n'est pas d'obtenir la performance la plus importante possible mais d'assurer le meilleur adossement possible entre ses placements et les besoins de financement des régimes. Par conséquent, **si des indices de référence sont toujours des indicateurs intéressants, la mission se permet de rappeler que la plus pertinente des références est constituée des besoins et contraintes induits par « les passifs » de la caisse. De plus, l'utilisation d'indices conduit à adopter une structure de portefeuille proche de celle de l'indice qui n'a pas de raison, a priori, d'être pertinente au vu du « passif » de la caisse. Par exemple, la *duration* d'un indice obligataire n'est pas a priori en adéquation avec celle des « engagements » de la caisse. Suivre l'indice peut ainsi conduire à s'écarter des besoins des régimes.**

- [330] La mission observe également le peu de place fait aux considérations en matière de risques. Si un objectif de rendement est le plus souvent énoncé, aucun budget de risque n'est prédéterminé : le plus souvent, le prospectus se borne à imposer des notations minimales, en vue de limiter le risque de contrepartie. Cependant, le risque ne se borne pas au risque de défaut et les prospectus eux-mêmes listent de nombreux facteurs de risques.

**Réponse de l'organisme :** *Des vérifications sont effectuées afin de s'assurer que le risque du fonds est cohérent avec le risque de l'indice de référence. Le reporting permet de suivre également les allocations de chacun de ces fonds. Ce document est examiné avec une grande attention tous les mois. Il apparaît que les gérants n'utilisent que très partiellement leurs marges de manœuvre dans les fonds.*

**Observation de la mission :** *Dans la mesure où ce reporting est exigé par la caisse, on notera avec satisfaction qu'elle l'examine avec une grande attention. Cependant, la réponse ne lève pas l'observation dans la mesure où une analyse de risques ne se borne pas à une comparaison avec un indice de référence pas plus qu'au risque de défaut. Observation maintenue.*

[331] Une gestion des risques se doit d'imposer un cadre, des limites ainsi qu'un reporting adéquat pour chaque risque, ce qui n'est pas fait à ce jour.

**Recommandation n°40 :** **Fixer et quantifier les objectifs de rendement et y adjoindre un budget de risque clairement défini et plus précis que de simples notations de crédit.**

**Recommandation n°41 :** **Justifier ces objectifs au regard des objectifs de rendement et de sécurité définis par la politique de placement et de leur horizon temporel. Les conventions doivent être cohérentes avec la politique de placement validée par la caisse.**

**Réponse de l'organisme :** *Les objectifs en termes de rendement et de risque d'un fonds correspondant à ceux de l'indice de référence. A titre d'exemple, un fonds investi en actions de la Zone Euro a comme indice de référence le DJES Large. Le fonds aura alors comme objectif de réaliser une performance supérieure à son indice avec un niveau de risque similaire. Les objectifs en termes de rendement et de risque se déterminent lors de la définition de l'ALM.*

**Observation de la mission :** *Un exemple ne constitue pas une démonstration. La gestion indiciaire n'est pas la seule utilisée par la caisse. Il aurait été intéressant de comprendre quelles sont les références des produits ciblés par la mission tels que le fonds BALZAC qui n'avait pas d'indice de référence (les stratégies étant laissées à la discrétion du gérant) ou encore celle des produits structurés, etc.... Observation maintenue.*

### 3.5.2. Les conventions de gestion des fonds dédiés prévoient la possibilité de contrôles à l'initiative de la CRN ; possibilité qui n'a, à ce jour, jamais été utilisée

[332] Les conventions des fonds dédiés prévoient des possibilités de contrôle sur pièces et sur place par la CRN. Ainsi, la clause type stipule que la caisse doit avoir accès, sur simple demande, à tous les documents afférents à la gestion du fonds. De plus, la société de gestion permet dans le cadre de la gestion du fonds, un contrôle direct et sur place par la CRN ou par tout organisme mandaté par cette dernière. La société de gestion s'engage, lors de ces contrôles, à mettre à disposition de la CRN ou de l'organisme mandaté par ce dernier, toute pièce ou tout document relatif à la gestion du fonds.

[333] Toutefois, en pratique, la caisse n'a jamais usé de sa faculté de contrôle comme elle l'a confirmé à la mission.

**Recommandation n°42 :** **Intégrer dans le dispositif de contrôle interne la possibilité de réaliser des contrôles sur pièces et sur place des sociétés de gestion.**

**Réponse de l'organisme :** *La CRN va définir et mettre en œuvre un meilleur dispositif de contrôle auprès des sociétés de gestion, dans le cadre de la gestion sous forme de fonds dédiés. L'auditeur interne CRN y sera associé ainsi que, le dépositaire conservateur, le conseiller financier de même que l'Agent Comptable.*



**Observation de la mission :** Vu**4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT CONDUIT A DES INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION**

[334] L'analyse du portefeuille de placements de la caisse a vocation à examiner la capacité de cette dernière à décliner sa politique de placement sur le plan opérationnel et à la mettre en œuvre.

[335] Dans le cas présent, la politique de placement étant quasi inexistante, de nombreuses analyses se révèlent impossibles à conduire. L'un des premiers points généralement étudiés est le respect de l'allocation stratégique et des marges tactiques. Il en va de même des limites et contraintes censées être imposés par la politique de placement (contreparties/secteurs/pays autorisés ou interdits, actifs/instruments interdits, limites de concentration, de dispersion,...).

**Réponse de l'organisme :** *L'enveloppe de risque est établie dans le cadre de l'étude ALM. L'allocation d'actif stratégique actuelle correspond au risque cible souhaité par la CRN qui est fonction, notamment, de la durée de son passif.*

**Observation de la mission :** *Comme expliqué supra et longuement dans le rapport, une politique de placement et une « enveloppe de risques » sont loin de se limiter à la simple définition de l'allocation stratégique d'actifs. Observation maintenue.*

[336] L'absence d'une telle politique rend la maîtrise des opérations et leur pilotage particulièrement délicats.

[337] La mission a donc pris le parti d'analyser le portefeuille de la CRN au vu des seuls éléments dont elle dispose et de mettre en avant la pertinence au regard des besoins de financement des régimes et de la réglementation issue du décret n°2002-1314 modifié.

[338] Fin 2011, les réserves de la caisse se montent à 1 721,5 M€ en valeur de réalisation et se ventilent par section et régime de la manière suivante.

Tableau 14 : Répartition du portefeuille de la CRN par régime/section et par nature de placement (€)

Section	Au 30 décembre 2011		
	RCC	RCB	RSC
<b>Classe d'actifs</b>			
<b>Total Portefeuille</b>	<b>781 639 866</b>	<b>915 418 965</b>	<b>24 571 238</b>
<b>Taux</b>	<b>419 997 049</b>	<b>340 008 010</b>	<b>10 919 315</b>
<b>Obligations</b>	<b>201 907 257</b>	<b>149 591 077</b>	<b>4 525 769</b>
Obligations	188 231 972	149 266 378	4 504 373
Obligations indexées sur l'inflation	13 675 285	324 698	21 396
<b>Obligations Convertibles</b>	<b>69 618 752</b>	<b>69 630 915</b>	<b>3 207 009</b>
<b>Produits "garantis" (BMTN)</b>	<b>64 717 872</b>	<b>37 016 000</b>	<b>1 018 766</b>
<b>Liquidités</b>	<b>83 753 166</b>	<b>83 770 019</b>	<b>2 167 771</b>
Produits Monétaires	6 388 057	48 049 733	105 494
Trésorerie	7 016 109	121 285	195 277
Trésorerie gérée en direct	70 349 000	35 599 000	1 867 000
<b>Actions pures</b>	<b>309 920 264</b>	<b>169 156 025</b>	<b>9 144 782</b>
Actions Zone Euro	214 145 719	123 053 263	6 674 273
Small et Mid Cap Euro	10 452 480	0	0
Actions Europe Ex Euro	50 543 037	5 548 020	2 412 722
Actions USA	4 868 311	14 554 348	44 371
Actions Asie	20 245 356	8 439 058	-171
Actions autres pays	9 665 361	12 577 717	13 586
Private Equity	0	4 983 620	0
<b>Diversification</b>	<b>27 272 553</b>	<b>104 854 929</b>	<b>507 142</b>
Gestion alternative	4 976 477	5 172 450	43 104
Fonds Diversifiés (gestion en direct)	22 296 076	99 682 479	464 038
<b>Immobilier Physique en valeur vénale</b>	<b>24 450 000</b>	<b>301 400 000</b>	<b>4 000 000</b>

Source : Reporting AON HEWITT.

[339] Le tableau suivant présente les résultats sous forme de proportions et permet d'appréhender l'importance relative des différentes masses.

Tableau 15 : Répartition du portefeuille de la CRN par régime/section et par nature de placement (%)

Section	Au 30 décembre 2011			Total
	RCC	RCB	RSC	
<b>Classe d'actifs</b>				
<b>Total Portefeuille</b>	<b>45%</b>	<b>53%</b>	<b>1%</b>	<b>100.0%</b>
<b>Taux</b>	<b>53.7%</b>	<b>37.1%</b>	<b>44.4%</b>	<b>44.8%</b>
<b>Obligations</b>	<b>25.8%</b>	<b>16.3%</b>	<b>18.4%</b>	<b>20.7%</b>
Obligations	24.1%	16.3%	18.3%	19.9%
Obligations indexées sur l'inflation	1.7%	0.0%	0.1%	0.8%
<b>Obligations Convertibles</b>	<b>8.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>13.1%</b>	<b>8.3%</b>
<b>Produits "garantis" (BMTN)</b>	<b>8.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.0%</b>
<b>Liquidités</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.9%</b>
Produits Monétaires	0.8%	5.2%	0.4%	3.2%
Trésorerie	0.9%	0.0%	0.8%	0.4%
Trésorerie gérée en direct	9.0%	3.9%	7.6%	6.3%
<b>Actions pures</b>	<b>39.7%</b>	<b>18.5%</b>	<b>37.2%</b>	<b>28.4%</b>
Actions Zone Euro	27.4%	13.4%	27.2%	20.0%
Small et Mid Cap Euro	1.3%	0.0%	0.0%	0.6%
Actions Europe Ex Euro	6.5%	0.6%	9.8%	3.4%
Actions USA	0.6%	1.6%	0.2%	1.1%
Actions Asie	2.6%	0.9%	0.0%	1.7%
Actions autres pays	1.2%	1.4%	0.1%	1.3%
Private Equity	0.0%	0.5%	0.0%	0.3%
<b>Diversification</b>	<b>3.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>7.7%</b>
Gestion alternative	0.6%	0.6%	0.2%	0.6%
Fonds Diversifiés (gestion en direct)	2.9%	10.9%	1.9%	7.1%
<b>Immobilier Physique en valeur vénale</b>	<b>3.1%</b>	<b>32.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>19.2%</b>

Source : Reporting AON HEWITT.

#### 4.1. La gestion déléguée dont la part est importante n'est pas la plus performante

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

Tableau 16 : Portefeuille en valeur de réalisation selon les catégories du décret 2002-1314 (M€)

M€		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Obligations souveraines	40	34	25	19	19	14
4	BMTN émis par des personnes morales autres que les Etats de l'OCDE	0	93	107	108	132	103
5	OPCVM obligataires	326	249	192	257	215	257
6	FCPR					3	5
7	Actions	65	67	23	42	45	42
8	OPCVM actions	786	872	754	900	1 034	947
	<b>Total</b>	1 217	1 315	1 100	1 326	1 447	1 368

Source : Exploitation IGAS EDP<sup>54</sup>.

[341] 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.

[342] La présence d'un Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR) se traduit comptablement par l'inscription d'un « hors bilan » : la caisse s'engage à apporter des fonds au fur et à mesure que ceux-ci sont appelés par le FCPR dans le respect des stipulations contractuelles. Toutefois, la caisse n'inscrit pas ce hors bilan dans ses comptes ce qui diminue la fidélité de ces derniers.

**Recommandation n°43 :** Veiller à l'inscription du hors bilan afférant à la souscription de FCPR.

**Réponse de l'organisme :** *Le traitement comptable des Fonds Communs de Placements à risques, peut se faire selon deux schémas distincts : Inscription dans l'annexe aux comptes annuels dans la rubrique « Engagements Hors Bilan », lorsqu'aucune écriture comptable ne constate l'engagement dans les comptes Inscription d'une écriture comptable au passif du bilan relative à l'engagement total de l'investisseur. La CRN a opté pour le second schéma, de fait, il n'y a pas lieu de renseigner l'annexe car cette information serait redondante avec les états financiers.*

**Observation de la mission :** Vu.

Tableau 17 : Répartition du portefeuille selon les catégories du décret (%)

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

Source : Exploitation IGAS EDP.

<sup>54</sup> Etat détaillé des placements.

[343] Outre la nature des actifs selon les catégories du décret la mission a demandé que soient mentionnées dans les EDP les catégories AMF<sup>55</sup> ce qui donne une vision plus précise du contenu du portefeuille.

---

<sup>55</sup> Autorité des Marchés Financiers.



Tableau 18 : 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	Non fournie	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	1 216,8	1 314,6	1 100,4	1 326,3	1 447,3

Source : Exploitation IGAS EDP.

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

Tableau 19 : 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	Non fournie	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 %
		Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Source : Exploitation IGAS EDP.



- [345] Cette présentation par catégorie AMF permet de mieux comprendre l'évolution des placements au sein des catégories réglementaires.
- [346] 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€.
- [347] 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.
- [348] 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.
- [349] **On note toutefois qu'un fonds dépasse 100 M€ jusqu'en 2010 et représente à lui seul 10 % de la valeur de réalisation.**

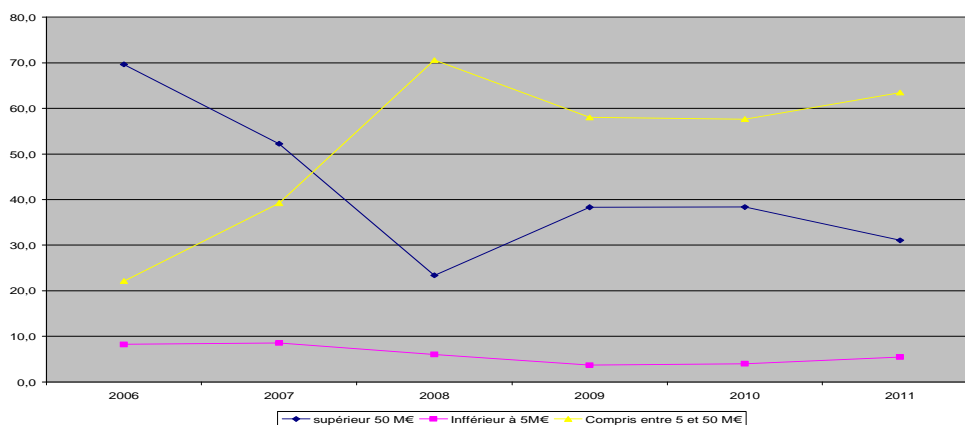
Tableau 20 : Répartition du portefeuille selon le montant<sup>56</sup> du titre ou du fonds (%)

Montant du titre / fonds (€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0 à 500 000	1,0	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2
500 000 à 1 000 000	1,5	1,0	1,1	0,7	0,5	0,7
1 000 000 à 5 000 000	5,8	6,6	4,5	2,7	3,3	4,5
5 000 000 à 10 000 000	6,7	5,7	5,7	7,3	6,7	11,6
10 000 000 à 50 000 000	15,4	33,6	64,9	50,7	51,0	51,9
50 000 000 à 100 000 000	59,4	42,5	11,5	27,6	28,6	31,1
supérieur à 100 M	10,3	9,7	11,9	10,7	9,8	0,0

Source : Exploitation IGAS EDP.

- [350] 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 10 à plus de 60 %.

Graphique 16 : Evolution part du portefeuille selon le montant du titre ou du fonds (%)



Source : Exploitation IGAS EDP

<sup>56</sup> Valeur de réalisation.

[351] De manière plus macroscopique, le tableau 21 présente l'exposition totale de la caisse à ses différentes contreparties. Tous les titres émis par une même entité (actions, obligations, OPCVM) ou un même groupe sont consolidés afin d'évaluer l'exposition globale de la caisse à cette entité ou ce groupe. Les OPCVM n'ont pas été traités par transparence. Si l'exposition qui découle de cette étude montre ses limites en ne permettant pas dévaluer la concentration sous jacente à chaque fonds, elle possède en revanche la propriété intéressante de révéler la dépendance de la caisse à ses gérants les plus importants.

**Réponse de l'organisme :** *Afin de suivre et de contrôler le risque de concentration, les fonds dédiés de la CRN sont décomposés tous les mois en transparence.*

**Observation de la mission :** *Lors que la mission traite de concentration, elle vise des regroupements par émetteur et groupes d'émetteurs tous types d'actifs confondus. La mission déduit de la réponse de la caisse que cette dernière se sent à l'aise avec les fortes concentrations révélées. Toutefois, il est vrai qu'en l'absence de politique de placements venant préciser les limites afférentes et les actions en cas de franchissement de seuils, aucune autre réaction n'était à prévoir.*

Tableau 21 : Evolution de l'exposition selon les contreparties en proportion de la valeur nette comptable des placements financiers (hors immobilier)

Exposition											
2011		2010		2009		2008		2007		2006	
BNP PARIBAS	18%	BNP PARIBAS	20%	BNP PARIBAS	29%	BNP PARIBAS	35%	BNP PARIBAS	27%	BNP PARIBAS	26%
AMUNDI	13%	AMUNDI	14%	AMUNDI	10%	AMUNDI	11%	ODDO	8%	AMUNDI	11%
ODDO	11%	ODDO	11%	ODDO	8%	ODDO	8%	SOCIETE GENERALE	6%	ODDO	8%
LA FRANCAISE	9%	LA FRANCAISE	7%	LA FRANCAISE	8%	AXA	5%	AXA	5%	AXA	6%
SCHELCHER	6%	ACROPOLE	5%	SOCIETE GENERALE	6%	SOCIETE GENERALE	5%	NATIXIS	5%	SOCIETE GENERALE	6%
ACROPOLE	5%	MANDARINE GESTION	5%	AXA	5%	HDF	4%	UBS	5%	NATIXIS AM	6%
MANDARINE GESTION	5%	HDF	5%	ACROPOLE	4%	HSBC	4%	AMUNDI	5%	GROUPAMA	5%
E. DE ROTHSCHILD	3%	UBS	3%	HDF	4%	LYXOR	4%	ACROPOLE	5%	UBS	5%
AXA	3%	E. DE ROTHSCHILD	3%	MANDARINE GESTION	3%	LA FRANCAISE	4%	LYXOR	3%	HSBC	5%
CARMIGNAC	3%	AXA	3%	UBS	3%	ACROPOLE	4%	AMUNDI	6%	ACROPOLE	5%
SG	2%	LYXOR	3%	LYXOR	3%	UBS	3%	HDF FINANCE	3%	HDF FINANCE	2%
UBI	2%	FORTIS	2%	FORTIS	2%	BFT	2%	HSBC	2%	FORTIS	2%
LAZARD	2%	SCHELCHER	2%	SCHELCHER	2%	ETAT Français	2%	HDF	2%	CACEIS	2%
<b>Part des 10 premiers</b>	<b>77%</b>		<b>75%</b>		<b>81%</b>		<b>83%</b>		<b>75%</b>		<b>82%</b>
<b>Part des 5 premiers</b>	<b>58%</b>		<b>57%</b>		<b>61%</b>		<b>64%</b>		<b>52%</b>		<b>57%</b>
<b>Part des 3 premiers</b>	<b>42%</b>		<b>45%</b>		<b>48%</b>		<b>53%</b>		<b>41%</b>		<b>44%</b>
<b>Nombre total de contreparties</b>	<b>75</b>		<b>72</b>		<b>72</b>		<b>135</b>		<b>156</b>		<b>137</b>

Source : Exploitation IGAS des EDP.

#### **4.2. La caisse détient au travers de fonds une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct**

- [352] Au-delà des discussions sur l'applicabilité de la réglementation aux fonds détenus par la caisse, la mission estime que la caisse a inclus dans ses convention de gestion des dispositions qui l'obligent à respecter la réglementation « en transparence », et que cela correspond à l'objectif prudentiel de la réglementation.
- [353] L'examen de l'échantillon de fonds (Cf. annexe 9) montre que ces règles ne sont pas respectées, ce qui conduit la caisse à accepter un niveau de risque que la mission estime exagéré au regard de sa mission.

**Réponse de l'organisme :** *La mission préconise de décomposer les fonds dédiés en transparence afin d'appliquer les critères d'éligibilité du décret de 2002. En se livrant à cet exercice à fin 2011 (cf. réponse R-55), il apparaît que la caisse détient au travers de ses fonds dédiés 59 millions d'euros d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct. Ce montant représente 3,4% du portefeuille de la CRN à fin décembre 2011.*

**Observation de la mission :** *La mission constate que le travail mené sur le périmètre des seuls fonds dédiés n'est pas irréalisable et invite la caisse à le poursuivre et à se séparer des actifs pouvant poser problème. La référence au décret de 2002 dans les conventions des fonds, traduisant la volonté de la caisse d'appliquer les règles afférentes au sein même des fonds, et la présence d'actifs inéligibles témoignent du chemin qu'il reste à parcourir.*

##### **4.2.1. Tant les conventions de gestion de la caisse qu'une attitude prudentielle conduisent à considérer comme obligatoire et nécessaire une analyse en transparence des fonds**

- [354] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 ne prévoit pas explicitement l'application du principe de transparence aux OPCVM qui peuvent être détenus en application des 5° (OPCVM obligataires), 6° (FCPR) et 8° (autres OPCVM coordonnés<sup>57</sup>) de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Aussi, s'il est explicitement interdit par le décret de détenir directement certains instruments, la question de leur détention indirecte à travers des OPCVM (et en particulier des FCP) peut être posée.
- [355] On pourrait arguer que les actifs détenus par un OPCVM ne sont pas détenus par la caisse. Or les dispositions des articles R. 623-3 et suivants du code de la sécurité sociale s'appliquent à la caisse, mais pas aux OPCVM. Par conséquent, les OPCVM détenus par la caisse pourraient :
- détenir des instruments financiers ne figurant pas sur la liste de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, et dont la détention directe est interdite à la caisse ;
  - détenir des instruments financiers autorisés par l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, mais dans des proportions excédant les limites imposées par l'article R. 623-10-1 du code de la sécurité sociale.

<sup>57</sup> Un OPCVM est dit coordonné lorsqu'il est régi par les réglementations des Etats partie à l'accord sur l'Espace économique européen, pour autant que ces règles soient conformes à la directive n° 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilière.

- [356] Cette interprétation est discutable pour les fonds commun de placement qui ne disposent pas de la personnalité morale (COMOFI L. 214-8), n'engagent pas les porteurs au-delà de leur mise (COMOFI L. 214-8-5). Certes le gérant est le représentant légal du FCP vis-à-vis des tiers (COMODI L. 214-8-8) mais du fait de cette absence de personnalité les titres ne sont pas détenus par le FCP, mais bien par les copropriétaires. On peut à cet égard citer l'article L. 214-8-3 (Ordonnance n°2011-915 du 1<sup>er</sup> août 2011- art. 3) « *Dans tous les cas où des dispositions relatives aux sociétés et aux titres financiers exigent l'indication des nom, prénoms et domicile du titulaire du titre ainsi que pour toutes les opérations faites pour le compte des copropriétaires, la désignation du fonds commun de placement peut être valablement substituée à celle de tous les copropriétaires* ».
- [357] En particulier, dans le cas des fonds dédiés dont la caisse est seule à détenir les parts, on est fondé dans cette approche à considérer que les instruments financiers détenus appartiennent à la caisse et, partant, doivent être soumis aux règles précitées.
- [358] Ce point est conforté par l'existence de références à l'applicabilité de la réglementation de 2002 au sein de conventions de gestion.
- [359] Enfin, une approche prudentielle, conduit à estimer cette transparence comme correspondant à l'esprit de la réglementation car toute autre interprétation aurait pour effet de la priver totalement d'efficacité, tant du point de vue des règles d'admissibilité que de dispersion. **En effet, que les actifs soient détenus en direct ou par le biais d'un OPCVM, la caisse est exposée aux mêmes risques.** Il n'y a aucune différence entre la situation dans laquelle la valeur d'un titre détenu par un OPCVM chute et celle où ce même titre est détenu en direct, si ce ne sont les frais prélevés par l'OPCVM. *In fine*, la caisse est soumise aux mêmes risques que les actifs fassent l'objet d'une détention directe ou intermédiée. A cet égard, les différentes crises financières ont régulièrement infirmé l'argument parfois avancé de la plus grande sécurité apportée par la gestion déléguée.
- [360] La mission considère par conséquent qu'il convient d'appliquer les dispositions du décret n° 2002-1314 modifié par transparence, c'est-à-dire en considérant que les actifs détenus par les OPCVM sont détenus directement par la caisse et ce aussi bien les OPCVM dédiés pour lesquels la caisse détient un pouvoir de négociation suffisant pour imposer au gérant le respect des dispositions du décret de 2002 que pour les OPCVM ouverts dont il est généralement possible d'obtenir la composition ligne à ligne du portefeuille.

#### 4.2.2. Les OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de spéculation ou de surexposition

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

Les marchés reconnus sont, au sens du code monétaire et financier, les marchés réglementés des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen ou les marchés de pays tiers membres de l'OCDE en fonctionnement régulier. Les autorités compétentes de ces pays doivent avoir défini les conditions de fonctionnement du marché, d'accès à ce marché et d'admission aux négociations et imposé le respect d'obligations de déclaration et de transparence. Ces marchés correspondent à ceux figurant sur la liste des marchés réglementés et la liste des marchés reconnus publiées par l'Autorité des Marchés Financiers.

- [362] Le recours aux produits dérivés n'est donc admis que dans une optique de couverture des risques. Pourtant, ces derniers sont largement utilisés par de nombreux OPCVM dans une tout autre optique. Les stratégies mises en œuvre nécessitent l'utilisation d'instruments financiers à terme dans des conditions ne répondant pas aux dispositions du décret n°2002-1314 dans la mesure où l'utilisation de ces instruments vise l'exposition et non la couverture.

[363] L'utilisation de produits dérivés dans ces conditions est particulièrement risquée en raison de l'effet de levier permis par ceux-ci. Les fonds ayant recours à ces instruments peuvent s'exposer à des risques pour des montants dépassant la valeur même du fonds. Les exemples suivants, extraits de l'annexe 9 sont particulièrement révélateurs :

- CRN LFP OBLIG : Le fonds peut 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 ».*

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.* »

- FCP HOCHÉ COVERTIBLE : **Le degré d'exposition au risque de change « sera laissé à la libre appréciation du gestionnaire dans le cadre de ses responsabilités ».**
- FCP CRN MANDARINE-ACTIONS : 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**.

**Réponse de l'organisme :** *L'utilisation des produits dérivés telle que définie par le prospectus du fonds CRN LFP OBLIG et du fonds CRN MANDARINE ACTION, ne permet pas un recours à l'effet de levier dans la mesure où l'exposition en actifs risqués ne peut dépasser 100% de l'actif net. Le gestionnaire peut être amené à prendre des positions via des produits dérivés en couverture ou en exposition. De la sorte le gestionnaire peut piloter le risque relatif par rapport au benchmark en ajustant son exposition. Il est constaté que les gérants de ces 2 fonds n'ont pas recours aux produits dérivés en exposition.*

**Observation de la mission :** *Quel que soit l'usage des produits dérivés, la convention ne doit pas prévoir d'autre utilisation que celle visant à la couverture des risques comme l'invite la réglementation. Observation maintenue.*

[364] L'emploi d'instruments dérivés implique aussi des risques différents, voire supérieurs, à ceux associés à l'investissement direct dans des titres et autres investissements traditionnels. Les instruments dérivés comportent une série de risques, notamment liés aux liquidités, aux taux d'intérêt, aux marchés, au crédit et à la gestion. Ils comportent un risque lié aux erreurs de valorisation: les changements de valeur des produits dérivés peuvent ne pas correspondre exactement aux changements de valeur des actifs, taux ou indices sous-jacents. Lorsqu'un fonds investit dans un instrument dérivé, il est susceptible de perdre plus que le capital investi. Il faut ajouter que les transactions de produits dérivés peuvent ne pas être disponibles à tout moment. Il ne peut donc pas être garanti qu'un fonds puisse effectuer ce type de transactions afin de réduire son exposition à d'autres risques au moment opportun.

[365] De plus, lorsque le prospectus d'un fonds sondé par la mission prévoit le recours aux produits dérivés, il est courant que ces derniers puissent être acquis de gré à gré et non obligatoirement sur un marché reconnu en contradiction avec l'esprit du décret n°2002-1314.

#### 4.2.3. Des OPCVM recherchent une exposition au risque de change ce qui peut conduire la caisse à exposer plus de 10 % de ses actifs, limite prévue par le décret de 2002

- [366] L'exposition non encadrée au risque de change est une pratique dangereuse non conforme à l'esprit de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. En vertu de cet article, le portefeuille total de la caisse doit être obligatoirement composé d'au moins 90 % d'actifs libellés ou réalisables en euros. Aussi l'exposition au risque de change ne saurait dépasser 10 % de la valorisation totale du portefeuille de la caisse. L'origine technique d'une telle règle est simple : la caisse est engagée à verser des rentes en euros, les actifs permettant de payer ces rentes et de couvrir le régime doivent donc être eux aussi en euros afin de limiter le risque induit par les conversions de devises sous l'effet des variations des taux de change.
- [367] **A ce jour, le respect de cette contrainte de congruence n'est ni acquis ni pleinement vérifiable en l'absence d'encadrement de l'exposition correspondante.** Si les OPCVM souscrits par la caisse sont le plus souvent libellés en euros ou en dollars américains, les stratégies des gérants sont à même d'induire une exposition directe au risque de change. En est un exemple, le cas des fonds qui investissent en actions ou obligations d'entreprises situées dans des pays dits émergents. La devise dans laquelle est libellé le fonds est alors particulièrement trompeuse. Même dans le cas d'un fonds libellé en dollars – présentant donc, *a priori*, un risque de change – l'appréciation de ce risque est biaisée dans la mesure où le fonds n'est pas exposé au dollar mais aux devises des pays émergents dans lesquelles les investissements sont faits. A titre d'exemple, on peut se reporter à la convention de gestion du fonds FDRN ODDO EMERGENTS (FR0010868372)
- [368] 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.
- [369] Une analyse rapide du *reporting* présent dans le dossier appelle plusieurs constats. Le *reporting* permet de suivre les frais maximum que peut percevoir 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.
- [370] La couverture de change est possible (cf. *infra*) mais n'est pas réalisée et les performances sont inférieures à la référence.
- [371] 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.**
- [372] 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.** Cette liste pose quelques questions. Est-il vraiment dans la vocation d'une caisse de retraite française d'investir aujourd'hui en Irak ? On notera que ni la Syrie ni l'Afghanistan ne sont prévus.
- [373] **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. Dans ce cadre la Syrie et l'Afghanistan seraient, éligibles car frontaliers.**

[374] Les fonds sélectionnés par le gérant du FCP peuvent investir dans des obligations libellées en devises « *fortes (dollar, euro, yen, ...)* » ou en **monnaie locale**.

[375] En matière de règles d'investissement, à toutes fins utiles la mission se permet de rappeler que la convention de ce fond 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* ». Elle n'est évidemment pas respectée.

**Réponse de l'organisme :** *Le fonds FDRN EMERGENTS ODDO est exposé sur des pays émergents via l'utilisation d'OPCVM coordonnés, ce qui est autorisé. En effet, l'article 623-3 du code de la sécurité sociale autorise la détention d'OPCVM coordonnés, sans conditions relatives à la zone géographique d'investissement de l'OPCVM.*

**Observation de la mission :** *Si la condition de coordination doit être respectée, il en va de même de la limite de congruence.*

[376] Il est important de comprendre que l'exposition aux devises des pays émergents fait partie intégrante du mode de gestion de ces fonds. Ainsi, les OPCVM investis en dette locale émergente ont pour objet à la fois l'exposition aux marchés des taux locaux (obligations et créances) et aux marchés des devises.

[377] En définitive, le respect de la règle de congruence imposant 90 % des actifs en euros n'est pas acquis au vu du nombre d'investissements faits hors de la zone euro par le biais d'OPCVM. Au-delà du respect de la règle se pose la question préoccupante des risques encourus compte tenu de l'exposition à de multiples devises dont les évolutions sont délicates à appréhender, surtout en l'absence de suivi de ce risque par la caisse.

**Recommandation n°44 :** **Suivre par transparence l'exposition à chaque devise et vérifier la part des actifs exprimés en devises étrangères dans le portefeuille global.**

**Réponse de l'organisme :** *L'article R623-3 du code de la sécurité sociale dispose que « le portefeuille des organismes relevant du présent article doit être composé d'au moins 90% d'actifs libellés ou réalisables en euros ». Dès lors, un OPCVM libellé en euros correspond à la définition du présent article. Aon Hewitt effectue tous les mois le suivi de la répartition par devise du portefeuille consolidé de la CRN. A fin 2011, 96,4% des actifs de la CRN étaient investis en euros. La règle de congruence est donc respectée*

**Observation de la mission :** *La caisse fait de l'exégèse quand cela l'arrange : la mission rappelle à la CRN qu'une lecture à la lettre de la réglementation lui interdit d'investir dans des fonds dédiés qui constituent pourtant la majorité de son actif. Ceci étant, il n'est pas surprenant que la caisse parvienne à un tel ratio de congruence si elle ne comptabilise pas les fonds libellés en euros investissant en titres négociés en devises étrangères. La mission l'invite à reconduire l'exercice en considérant ses OPCVM ouverts et fermés par transparence. Observation maintenue.*

[378] Cette recommandation nécessite pour être suivie que la caisse soit en capacité d'analyser les fonds par transparence quand bien même les fonds investissent dans d'autres fonds. En effet, il est courant qu'un fonds investissant dans les pays émergents soit libellé en euros ou en dollars alors même que ce dernier est exposé aux devises locales. Un fonds investissant dans ce fonds ne peut ainsi pas être considéré comme étant exposé entièrement à la devise dans laquelle le fonds sous-jacent est libellé.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN suit en transparence l'exposition sur chaque devise en décomposant les fonds dédiés ligne à ligne. La CRN suit en transparence l'exposition à chaque pays ou zone géographique décomposant les fonds dédiés ligne à ligne.*



**Observation de la mission :** *Quid des fonds ouverts, des fonds libellés en euros mais investissant dans des titres libellés dans d'autres devises et des fonds de fonds pour lesquelles la transparence n'est pas poussée à un second niveau ? La vision de la caisse est limitée. Si la tâche se révèle trop complexe, un encadrement par une méthode prudente pourrait aider la CRN à analyser son risque.*

#### **4.2.4. L'usage des OPCVM conduit à contourner les obligations réglementaires en matière de localisation géographique des investissements**

[379] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 codifié aux articles R. 623-3 et suivants du code de la sécurité sociale établit notamment la liste des actifs que la caisse est autorisée à détenir. Cette liste précise outre la nature juridique des actifs autorisés, la nationalité des émetteurs admis ainsi que la localisation des marchés autorisés. Sans entrer dans une technicité inutile ici, l'article R. 623-3 établissant la liste des actifs admissibles est marqué par les références à l'Espace économique européen et à l'Organisation de coopération et de développement économique. En conséquence, les investissements faits dans les pays émergents ne satisfont pas aux dispositions du présent article.

**Recommandation n°45 :** *Suivre par transparence l'exposition à chaque pays ou zone géographique et vérifier la part de ces actifs dans le portefeuille global.*

#### **4.3. La CRN détient des actifs de nature risquée, sans lien avec les besoins des régimes gérés, pouvant peser sur l'équilibre de ces derniers**

##### **4.3.1. La caisse a souscrit des fonds de gestion alternative dans un objectif de pure spéculation**

[380] Outre les marges de manœuvre importantes souvent laissées aux gérants d'OPCVM, notamment sur l'usage de produits dérivés dans un autre but que celui de la couverture, qui induisent des stratégies à dominante spéculative, la mission constate que la spéculation est l'objet même de certains fonds dédiés.

[381] La CRN investit dans des OPCVM utilisant des techniques de gestion dites alternatives (plus connus sous leur dénomination anglaise de *Hedge Funds*). Au cours de l'année 2011, outre les fonds dédiés mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative décrits à l'annexe 9 la caisse a investi dans les fonds ouverts suivants entrant dans la catégorie AMF des fonds alternatifs :

- PHENIX ALTERNATIVE HOLDING ;
- AXA SELECT ALPHA ;
- OLYMPIA.
- L'encours moyen placé dans de tels fonds est de 6,8 M€ en 2011 contre 30,5 M€ en 2010.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN avait fait le choix de s'exposer pour une faible part sur des fonds de gestion alternative en raison de leur plus faible volatilité et de régularité de leur rendement. La CRN avait par ailleurs estimé, en raison de la décorrélation observée historiquement entre la gestion alternative et les autres classes d'actifs, que de tels investissements constituaient une source de diversification qui permettait à la caisse de réduire le risque global de son portefeuille. Cependant, le risque d'illiquidité constaté à la suite de la crise de 2008 a conduit la CRN à sortir de cette thématique. Début 2012, la CRN ne détient plus dans son portefeuille d'OPCVM alternatifs (ou Hedge Funds).*

**Observation de la mission :** *Voir réponse au paragraphe 53.*

[382] Les principales stratégies de gestion des fonds alternatifs sont rappelées ci-dessous.

**Long-Short Equity<sup>58</sup>** : Stratégie consistant à prendre aussi bien des positions acheteuses que vendeuses sur des actions. Généralement, la stratégie se traduit par l'achat d'un titre et la vente d'un (ou d'une certaine quotité d'un) autre. Le pari est gagnant si le titre acheté s'apprécie par rapport au titre vendu et perdant dans le cas contraire. L'objectif est de réduire l'exposition à des mouvements d'ensemble du marché tout en prenant une position directionnelle en fonction des anticipations sur tel ou tel titre. Une telle stratégie permet un effet de levier fort dans la mesure où l'achat d'1 M€ d'actions d'une société A peut être financé par la vente d'1 M€ d'action d'une société B.

**Global Macro** : Prises de positions avec effet de levier, par rapport à des anticipations sur les évolutions des principaux marchés financiers. Les gestionnaires macro économiques concentrent généralement leur attention sur les interventions gouvernementales susceptibles d'affecter les marchés. En d'autres termes, la stratégie est semblable à une stratégie *Long-Short* dans laquelle le pari est fait sur des secteurs et non sur des titres spécifiques.

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

**Managed futures** : Prise de position avec effet de levier essentiellement sur les marchés de futures<sup>59</sup>.

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

**Distressed securities** Les gérants du fonds achètent des titres de dette en investissant sur les titres, certificats et autres émissions de sociétés en difficultés financières (généralement proches du dépôt de bilan) en espérant que leur santé s'améliore.

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

[390] Les fonds mettant en œuvre des stratégies dites de gestion alternative (*hedge funds*) ont vocation à réaliser des performances décorrélées des marchés. En simplifiant à l'extrême, il est possible de dire que l'idée sous-jacente est celle de la mise en place de stratégies « d'arbitrage ». Toutefois, il ne faut pas entendre ce mot au sens classique du terme car, le plus souvent, il ne s'agit pas de profiter d'écarts évidents de cotations. Par exemple, il y a tentative « d'arbitrage » et de décorrélation du marché lorsque l'on parie qu'une action va afficher une meilleure performance qu'une autre : on peut alors acheter la première et vendre la seconde, ce qui donne le sentiment d'être indifférent à un mouvement d'ensemble du marché et de ne « capturer » que le différentiel de performance entre les deux actions. Quoi qu'il en soit, que le pari soit gagnant ou non, de telles stratégies se fondent sur les anticipations discrétionnaires du gérant ou sur des modèles mathématiques et présentent une constante commune : un usage massif de produits dérivés, permettant de se couvrir ("*to hedge*") contre les aléas de marché, et de profiter d'un fort effet de levier. Or, les fonds de gestion alternative investissent sur des produits à forte volatilité, donc, en cas de mauvaises anticipations, les pertes peuvent être considérables. Ainsi, on a pu voir en 1998 la faillite de LTCM, ou encore en 2006 celle du fonds AMARANTH perte affichée de plus de 6 milliards de dollars, dont l'essentiel du portefeuille était placé en dérivés sur le gaz, produit dont la volatilité est très importante.

<sup>58</sup> « Etre *long* » est un anglicisme exprimant le fait de détenir une position acheteuse. Inversement, « être *short* » signifie avoir vendu à découvert. Le terme *equity* désigne les actions.

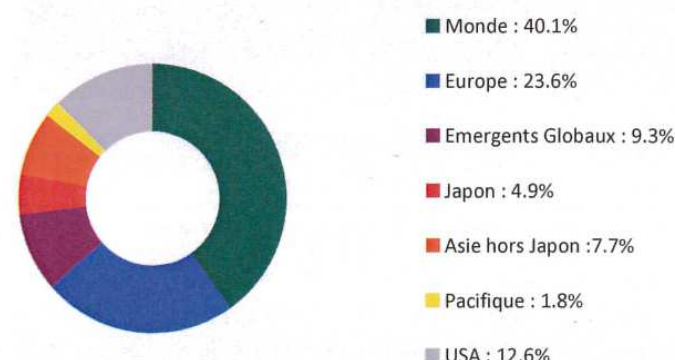
<sup>59</sup> Traduire par contrat à terme en français. Ce sont des produits dérivés.

- [391] **Un des problèmes majeurs de ces fonds est leur manque de transparence.** Ce point leur est souvent reproché mais constitue un point essentiel de leur stratégie d'investissement. En effet, ces derniers arguent que s'ils dévoilaient leurs stratégies, tous les investisseurs pourraient profiter de l'expertise et des outils « complexes » développés par les fonds pour repérer les incohérences de marché, réduisant les gains des fonds et les menaçant de disparaître. Aussi, en cas de mauvaise fortune, il n'est pas rare que l'investisseur ayant des parts dans de tels fonds soit le premier surpris par les mauvais résultats.
- [392] En matière de fonds dédiés, le FCP FDRN HDF RENDEMENT ABSOLU illustre l'utilisation de telles stratégies. Le fonds a été liquidé en 2011. Fin 2010, il gérait 52 M€.
- [393] La stratégie d'investissement mise en œuvre était la « *multi-gestion* » et consistait à « *diversifier les risques et à diminuer la volatilité afin d'optimiser le couple rendement/risque* ».
- [394] Le fonds investissait « **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.
- [395] Il avait 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.
- [396] Il pouvait également investir dans des OPCVM monétaires non gérés par HDF Finance SA, dont les actifs sous-jacents n'étaient ni des parts de fonds communs de créances ni des titres de dette CDO, MBS, ABS, ABCP.
- [397] Le prospectus précisait : « *les fonds d'investissement de droit étranger pourront ne respecter que quelques uns des critères<sup>60</sup> mentionnés à l'article 411-34 du Règlement Général de l'AMF* ».
- [398] **Aucun ratio et aucune limite portant sur les actifs admissibles n'était spécifié. Il en va de même pour ce qui était des ratios d'emprise.**
- [399] Le prospectus complet donnait 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,...* » ;
- [400] **Le prospectus confirmait la présence du risque de change, la société se réservant la possibilité de procéder à des couvertures.**
- [401] **La mission note que la convention de gestion omettait la référence au décret n°2002-1314. L'allocation géographique présentée dans le *reporting* ne respectait pas l'exigence de localisation au sein de l'OCDE.**
- [402] **La mission observe également qu'en 2008 le fonds procédait à des arbitrages sur des produits *subprime* résultant de la titrisation de créance, *mortgage backed securities* (MBS) et *asset backed securities* (ABS). Enfin, la perte de 14 % en 2008 témoigne que le gestionnaire était loin de pouvoir mettre en œuvre la décorrélation qu'il promettait.**

---

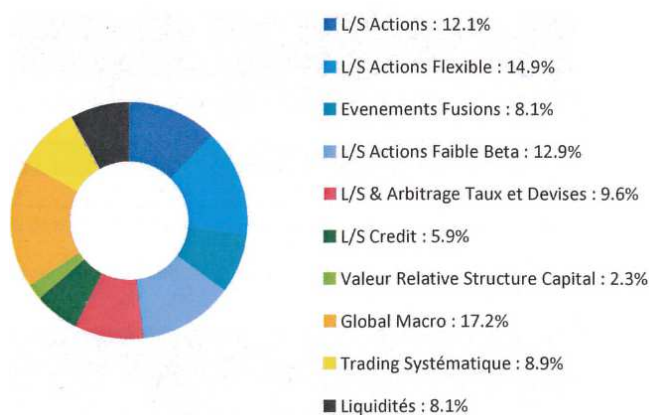
<sup>60</sup> Critères 1, 2, 3, et 8 à 13.

Schéma 2 : Allocation par zone d'investissement



Source : Reporting du fonds au 31/12/2010.

Schéma 3 : Allocation par stratégie



Source : Reporting du fonds au 31/12/2010.

[403] Un autre exemple d'OPCVM dédié de gestion alternative est le FCP FDRN LFP assurant la gestion de 28 M€ au 31 décembre 2011.

[404] A noter qu'en tête du *reporting* transmis à la mission 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.

[405] Puisque les *reporting* insistent sur la recherche de la performance « la plus élevée possible », la mission rappelle ici les performances réalisées par ce fonds.

Tableau 22 : Performances du FCP FDRN LFP

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

Source : Reporting du fonds.

**Réponse de l'organisme :** *La performance négative du fonds diversifié FDRN LFP de -18,19% en 2008 est à comparer à celle de l'indice de référence de ce fonds composé de 50% JPM EMU et 50% DJES Large soit -21,06%, d'où une surperformance relative par rapport à l'indice de référence d'environ 3%.*

**Observation de la mission :** *La mission prend bonne note de la satisfaction de la caisse ne n'avoir perdu que 18 %. La réponse est inquiétante car elle montre une grande incompréhension des observations, le problème n'est pas que le fond se soit mieux ou moins bien comporté que l'indice de référence mais que la caisse investisse dans des produits ayant une telle volatilité.*

[406] 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>61</sup> entraîne une baisse de 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 avant d'être remplacé à la demande de la caisse, avait mis celle-ci en garde contre ce placement.**

#### 4.3.2. Les produits structurés complexes nécessitent des compétences en matière de valorisation et de gestion des risques dont la caisse ne dispose pas

[407] Un produit structuré est un titre de dette dont le revenu comporte des caractéristiques optionnelles, dans le sens où celui-ci dépend, selon une formule plus ou moins sophistiquée, de la valeur d'un sous-jacent<sup>62</sup> à différentes maturités.

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

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

<sup>61</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.

<sup>62</sup> Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

[409] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN<sup>63</sup>, soit des titres de créance émis à travers un programme type EMTN<sup>64</sup>. Ce dernier programme d'émission de titres de créances offre une grande flexibilité à l'émetteur, qui peut accéder au marché pour des montants de son choix, en émettant des titres dont les caractéristiques peuvent fortement varier.

**Réponse de l'organisme :** *Comme les BMTN, certains EMTN sont également soumis à la réglementation française.*

**Observation de la mission :** *Ce qui ne contredit pas l'énoncé de la mission expliquant que les BMTN sont obligatoirement de droit français contrairement aux EMTN.*

[410] La nature juridique d'un produit structuré permet d'envisager de le classer dans la catégorie réglementaire n°4 de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Le produit structuré doit alors vérifier les conditions précisées à l'article R. 623-5 du même code :

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

[411] Néanmoins, la plupart des produits structurés étant émis de gré à gré, il est difficile de considérer qu'ils sont négociables, et a fortiori négociés, sur un marché reconnu. Le simple fait qu'un titre soit « inscrit à la cote » ne peut en effet signifier qu'il est négocié.

[412] De ces conditions, qui sont au nombre de cinq, la plus difficile à satisfaire est celle demandant une clause de liquidité, qui, si elle est présente, n'est que rarement satisfaisante. Souvent, la banque arrangeuse du produit structuré s'engage à assurer la liquidité d'un titre « dans des conditions normales de marché » seulement. La double valorisation peut également poser problème.

[413] La CRN a souscrit plusieurs titres structurés. Ceux-ci sont soit détenus directement par la caisse (cf. *infra*) soit par le biais d'OPCVM. Le fonds BALZAC a par exemple souscrit plusieurs EMTN structurés.

<sup>63</sup> Bon à moyen terme négociable : titre de créance d'une durée supérieure à 1 an et inférieure à 7 ans, non susceptible d'être coté mais négocié sur un marché réglementé français. Assimilé à une valeur mobilière, il présente des caractéristiques financières définies au sein d'un programme d'émission standardisé destiné à régir à l'avance les opérations de financement qui seront réalisées ultérieurement en une ou plusieurs fois. Par rapport à une émission obligataire classique, cet instrument apporte surtout davantage de souplesse et de rapidité dans les opérations de financement. **A la différence des EMTN, les BMTN sont soumis à la réglementation française.**

<sup>64</sup> *Euro Medium Term Note* : titre de créance à moyen terme émis sur le marché de l'euro, non susceptible d'être coté mais négocié sur un marché réglementé de la zone euro. Assimilé à une valeur mobilière, l'EMTN présente des caractéristiques financières définies au sein d'un programme d'émission standardisé destiné à régir à l'avance les opérations de financement qui seront réalisées ultérieurement en une ou plusieurs fois. Par rapport à une émission obligataire classique, cet instrument apporte davantage de souplesse et de rapidité dans les opérations de financement.

**Réponse de l'organisme :** *La CRN détenait à fin 2011 trois produits structurés sous forme de fonds dédiés : BMTN MILLENIUM BNP MASTER : ce produit vérifie les conditions de l'article R 623-5 du code de la sécurité sociale. A fin 2011, la double valorisation n'a pas été réalisée pendant quelques mois par la société SUNGARD. Ce produit fait à nouveau l'objet d'une double valorisation par la société PRICING PARTNER. Cette seconde valorisation est effectuée tous les 15 jours, conformément à la réglementation .LYXOR ALPHA ACCELERATOR : la CRN souhaite arbitrer ce produit structuré. Le gérant a fait début 2013 des propositions pour mettre en place un système de cliquet de la performance pour offrir une meilleure sécurité. CASAM BALZAC : à fin 2011 le fonds est investi sur trois EMTN. Ces trois produits étaient en conformité avec l'article R 623-5 du code de la sécurité sociale. La CRN est sortie de ce fonds le 7 février 2012.*

**Observation de la mission :** *Comme expliqué par la mission, tous les BMTN sauf un (cf. infra) étaient théoriquement admissibles (la mission ne souhaite pas se lancer dans un débat sur la liquidité exigée par la réglementation bien que la vérification de la réalisation de la condition ne soit pas évidente). La mission souligne le risque de tels produits et leur absence de pertinence en termes d'adossement. La caisse avoue aujourd'hui son erreur et tente de sortir de ces produits. La question que la mission pose est celle de savoir ce qui a motivé la caisse à investir dans de tels produits (complexes et nécessitant des compétences de modélisation et de valorisation que la caisse ne possède pas) et ce qui empêchera une telle erreur dans le futur. Une des vertus d'une politique de placement formalisée apparaît ici.*

## Encadré. BMTN MILLENIUM BNP MASTER

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.

**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. En elle-même cette difficulté rend sceptique sur la capacité de la caisse à comprendre le produit ainsi acquis.**

Cette formule dépend 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 23 : 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.

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.

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>65</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 HSCEI et EPRA ZONE EURO dont le poids dans l'indice ne peut varier de plus de 10 % d'un

<sup>65</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.



mois sur l'autre.

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.

**Le DCI AGRICULTURE BNP PARIBAS ENHANCED, indice sous-jacent de l'indice MILLENIUM, est un indice de matières premières créée par BNP PARIBAS en collaboration avec DIAPASON COMMODITIES MANAGEMENT SA. Il représente un univers de 45 matières premières offrant une exposition sur plusieurs zones géographique (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.**

Le BMTN MILLENIUM est un titre à capital garanti dont la valorisation est complexe. Une contre-valorisation est réalisée 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.**

Tableau 24 : 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
CME Pork Bellies Frozen	0.3%	AGRICULTURE
LME Tin	0.2%	METAUX
NYMEX Palladium	0.2%	METAUX

Source : Contrat du BMTN

Encadré. BMTN Gestion Evolution sur fonds TURQUOISE II (FR0112670577)

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.

**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.**

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.

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.

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 remboursant 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>66</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.**

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.

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 %.

Selon le contrat du BMTN, la publication de la valeur du titre n'est que mensuelle. 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

Suite à une restructuration, ce BMTN a été remplacé par le BMTN ACCELERATEUR SUR INDICE (FR0010806901). Ce BMTN émis le 25 septembre 2009, soit deux ans après le précédent, vient ainsi remplacer le BMTN GESTION EVOLUTION SUR FONDS TURQUOISE II.

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.

Le produit a été émis au pair et avec une garantie 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 %.

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 annualisée de l'indice SGI EMERALD STATISTICAL ARBITRAGE et la performance annualisée de son *benchmark* (EURIBOR 1M) depuis le lancement.

Au cours de l'année 2011, le BMTN ACCELERATEUR SUR INDICE fera l'objet de

<sup>66</sup> Calculée selon une formule précisée au contrat.

plusieurs discussions quant à de possibles restructurations.

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.

**Avant la modification du 26 mai 2011, le capital du produit était garanti et la clause de remboursement à terme était la suivante :  $100\% + \text{Levier} \times \max(0; \alpha)$ . La valeur du paramètre « Levier » était de 10,5**

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).

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 %.

**Fin mai 2012, cet EMTN est valorisé à 84,44 %. Fin septembre 2012, la valorisation n'est plus que de 69,14 %.**

[440] Le tableau suivant récapitule les performances de ces produits.

Tableau 25 : Relevé d'opérations sur les titres structurés

Code ISIN	Libellé	Date	Sens	Valeur brute	Plus-value (latente)	Moins-value (latente)
FR0112576899	BMTN MILLENIUM	30/11/2007	A	30 000 000 €		
		02/11/2009	V	28 965 000 €		1 035 000 €
FR0115392641	BMTN MILLENIUM 2	07/11/2008	A	9 950 000 €		
		02/11/2009	V	9 183 000 €		767 000 €
FR0112670577	LYXOR TURQUOISE	31/10/2007	A	30 000 000 €		
		25/09/2009	V	26 430 000 €		3 570 000 €
FR0010112775	LYXOR ALLOCATION DYNAMIQUE	08/01/2007	A	15 000 000 €		
		25/09/2009	V	13 657 500 €		1 342 500 €
FR0010806901	LYXOR TENOR	25/09/2009	A	13 185 000 €		
		15/02/2011	V	12 337 204,50 €		847 796 €
FR0010806901	LYXOR ALPHA ACCELERATOR	25/09/2009	A	25 215 000 €		
		15/02/2011	V	24 284 566,50 €		930 434 €
FR0011006451	EPSILON SGOE <b>Valeur 31/10/2012</b>	15/02/2011	A	36 700 200 € <b>26 503 680 €</b>		10 196 520 €
FR0017593196	BMTN BNP MASTER <b>Valeur 31/10/2012</b>	01/12/2009	A	37 928 000 € <b>39 076 000 €</b>	1 148 000 €	

Source : CRN.

**4.3.3. In fine, 58 % des OPCVM audités, soit 450 M€, représentant un tiers de la valeur nette comptable hors immobilier, ne sont pas éligibles à une détention directe**

[441] Au total, la mission considère que 11 OPCVM/titres sur les 19 sondés, ne pourraient être détenus en direct en vertu des dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002. Leur valeur nette comptable est de 450 M€ soit 58 % de l'échantillon et 34 % du portefeuille, hors immobilier, en valeur nette comptable fin 2011.

**Réponse de l'organisme :** *Le décret n°2002-1314 autorise explicitement la détention d'OPCVM à vocation générale et d'OPCVM coordonnés. En effet, selon l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, les « 8° Actions et parts d'OPCVM autres que celles visées aux 5° et 6° du présent article, dans les conditions fixées par l'article R. 623-6 » sont éligibles à l'investissement. L'article R. 623-6 renvoie à l'article L. 214-27 de la sous-section 2 de la section 1 du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier qui définit le cadre des organismes de placement collectif en valeurs mobilières à vocation générale. Cet article autorise la détention de parts d'OPCVM coordonnés. Dès lors, les OPCVM qui respectent les conditions fixées par l'article R. 623-6 sont éligibles par le code de la sécurité sociale, sans restriction concernant la classe d'actifs ou la zone géographique. Cette position est partagée par l'ensemble des professionnels de la place. Enfin, alors que l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, limite explicitement pour les « 5° Actions des sociétés d'investissement à capital variable et parts de fonds communs de placement dont l'objet est limité à la gestion d'un portefeuille de valeurs mentionnées aux 1°, 2°, 3° et 4° du présent article » la nature des investissements ; ce n'est pas le cas pour les « 8° Actions et parts d'OPCVM » où le régulateur n'impose pas de limite de placement. Afin de déterminer le montant des actifs non éligibles détenus par la CRN, il convient de décomposer les fonds dédiés de la CRN en transparence. En effet, d'après les paragraphes 352 et 360 du présent rapport : « Il convient d'appliquer les dispositions du décret n° 2002-1314 modifié par transparence », car cela « correspond à l'objectif prudentiel de la réglementation ». Ainsi, après avoir décomposé les fonds dédiés de la CRN à fin 2011, il apparaît que seul 59 millions d'euros ne s'inscrivent pas dans le cadre de l'article R623-3 du code de la sécurité sociale pour ce qui concerne les fonds dédiés.*

**Observation de la mission :** *La mission rappelle que les fonds dédiés ne sont pas des OPCVM à vocation générale. En effet, le code monétaire et financier, lorsqu'il définit ces derniers, exclut précisément les OPCVM réservés à certains investisseurs qu'ils soient agréés ou déclarés.*

## Règles d'admissibilité des actifs appliquées aux fonds dédiés de la CRN décomposés en transparence

Fonds dédiés	Valeur Boursière	Actions Hors OCDE	Obligations Hors OCDE	OPCVM non coordonnés	Produits dérivés non éligibles	Total non éligible
HOCHE OBLIGATION	91 761 175	-	-	-	-	-
FDRN- SGAM	73 450 780	-	-	-	-	-
FDRN- ODDO	66 787 685	-	-	-	-	-
CASAM Balzac	65 736 638	-	-	-	-	-
CRN Mandarine Actions	65 105 339	-	-	-	-	-
CRN Acropole AM	62 207 118	-	4 320 285	5 190 802	203 933	9 715 020
CRN LFP Oblig	46 583 759	-	316 448	-	-	316 448
CRN SOGE ACTIONS	43 244 004	-	-	-	-	-
FDRN ODDO Emergents	41 355 592	-	-	3 440 250	-	3 440 250
HOCHE CONVERTIBLES	40 462 795	-	1 581 357	-	-	1 581 357
BMTN MILLENIUM BNP MASTER	37 016 000	-	-	-	9 132 000	9 132 000
EMTN Epsilon SOGE	32 536 320	-	-	-	32 536 320	32 536 320
CRN Opportunité Européenne Schelcher	30 449 902	-	-	-	-	-
FDRN-AIMP	29 480 276	-	-	-	-	-
FDRN EDRAM Flexible	28 231 513	-	-	276 995	244 283	521 278
FDRN LFP	27 540 950	-	-	1 721 714	-	1 721 714
<b>Total</b>	<b>781 949 845</b>	<b>-</b>	<b>6 218 091</b>	<b>10 629 761</b>	<b>42 116 536</b>	<b>58 964 388</b>

## OPCVM non éligibles (fin décembre 2011)

Libellé	Portefeuille	Valeur Boursière	Poids
LYXOR GBS 0%04-PERP INDX	FDRN EDRAM Flexible	276 995	0.02%
ISHARES S AND P 500 INDEX FUND	FDRN LFP	1 455 456	0.11%
ISHARES DJ US FINL SECTOR IND.	FDRN LFP	266 258	0.02%
ACROPOLE CONVERT. ARBIT. EUR FCP	CRN Acropole AM	4 315 488	0.34%
ACROPOLE L/S CONVEXITE FCP	CRN Acropole AM	875 314	0.07%
MSCI MEXICO INDEX FD	FDRN ODDO Emergents	1 772 576	0.14%
ROWE T PRICE EMERGING MKTS FD	FDRN ODDO Emergents	1 667 674	0.13%
<b>Total</b>		<b>10 629 761</b>	<b>0.83%</b>

**Réponse de l'organisme :** *Le BMTN Millenium BNP Master n'a pas fait l'objet d'une double valorisation durant quelques mois du fait de l'arrêt de la société Sungard, une nouvelle société Pricing Partner a, depuis, pris le relai. Ce BMTN fait actuellement l'objet d'une double valorisation, conformément à la réglementation. Ce produit est réparti en deux composantes, une optionnelle, non éligible au regard de la réglementation, et l'autre obligataire qui est admissible, elle correspond à la catégorie 3° « Titres de créances négociables ».L'EMTN Epsilon SOGE (LYXOR) n'est pas éligible, n'ayant pas de composante obligataire à fin décembre 2011. Enfin, le fonds CASAM BALSAC était investi à fin 2011 sur trois EMTN. Ces trois produits sont en conformité avec l'article R 623-5 du code de la sécurité sociale. La société AMUNDI se porte garante de l'éligibilité de ces EMTN. La CRN est, depuis, sortie de ce fonds. Un examen approfondi des OPCVM détenus par la CRN aurait permis à la mission de constater que la détention de produits non éligibles par l'intermédiaire d'OPCVM représente 7,54% de cette catégorie d'actif et non 58%.*

**Observation de la mission :** *La mission invite la caisse à relire les observations. La mission mentionne que 58 % des OPCVM sondés comportent des clauses contraires à l'esprit de la réglementation ce qui peut conduire à 35 % de placements non éligibles à une détention directe. La mission note par ailleurs le nouveau chiffre de 7,54 % calculé par la caisse (supérieure aux 3,4% supra).*

Tableau 26 : Liste des OPCVM jugés comme non conformes par la mission (M€)

Code ISIN	Désignation du titre	Nom de l'émetteur	Valeur nette	Non admissible
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 IM	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</b>	<b>450</b>

Source : IGAS.

**Recommandation n°46 :** Imposer les règles mentionnées par le décret n°2002-1314 modifié (admissibilité des actifs, règles géographiques, congruence, etc.) aux fonds dédiés en les inscrivant précisément dans conventions de gestion.

**Recommandation n°47 :** Faire vérifier ces nouvelles dispositions par les dépositaires (qui contrôlent d'ores et déjà les contraintes imposées par les conventions).

**Recommandation n°48 :** Elaborer une cartographie des risques spécifique à la gestion déléguée permettant de mesurer, suivre et limiter les risques des fonds.

**Réponse de l'organisme :** La convention de gestion conclue avec notre dépositaire / conservateur et comptable CACEIS, va être complétée par avenant afin que la CRN soit informée des alertes relatives à la gestion de nos fonds dédiés.

**Observation de la mission :** Vu.

**Réponse de l'organisme :** Dans le cadre de la mise en place du dispositif de Contrôle Interne, un macro processus pourra être élaboré sur la cartographie des risques liée à la gestion déléguée, afin d'identifier, de coter les risques et de mettre en place un plan d'action sur les risques inhérents au suivi de ces fonds.

**Observation de la mission :** Vu pour cette réponse le plan d'action devra inclure les propositions précises faites par la mission.

- [442] L'ensemble des risques auxquels chaque fonds est soumis gagnerait ainsi à être évalué afin que lesdits risques puissent être ventilés selon les critères issus de la cartographie. Pour être efficace, la cartographie doit être assortie d'un mode d'évaluation pour chaque risque que ce mode soit qualitatif (risque faible, risque moyen, risque élevé / code de couleurs) ou quantitatif. Des seuils permettant de suivre l'évolution des risques et de prendre les mesures nécessaires en cas de franchissement de l'appétence au risque de la caisse (préalablement définie) pourraient renforcer l'efficacité du mécanisme.
- [443] La caisse gère directement deux bons de capitalisation proposés par des assureurs régis par code des assurances. Ces instruments ne figurent pas sur la liste des placements autorisés au titre de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale. Si l'on ajoute le montant de ces placements (25 M€) aux 450 M€ jugés par la mission non éligibles à une détention en directe, cela conduit à un taux de non conformité de 35 % rapporté à l'ensemble du portefeuille (y compris immobilier) sachant que la mission n'a sondé que 60 % de ce dernier.
- [444] Ces contrats dont l'échéance est d'une trentaine d'années sont gérés directement par l'agent comptable au titre de ses attributions en matière de trésorerie. Les titres de trésorerie sont généralement définis comme les placements dont la maturité est inférieure à 6 mois. **La mission note, par ailleurs, la grande liberté qui est laissée à l'agent comptable dans le choix des placements de trésorerie.**

**Recommandation n°49 :** Appliquer les recommandations de ce rapport en matière de conformité réglementaire et de gestion des risques aux placements de trésorerie.

**Réponse de l'organisme :** Face à la baisse significative des taux courts, la CRN, qui dispose d'une trésorerie assez conséquente, notamment du fait d'un manque de visibilité directionnelle des marchés a recherché des produits sécurisés avec un horizon de placement à moyen terme, dont le rendement était satisfaisant. D'après le règlement financier, la caisse doit conserver un fonds de roulement équivalent à un trimestre de prestations, soit environ 40 M€ pour la CRN. Après avoir vérifié que les bons de capitalisation étaient recevables pour les organismes sans but lucratifs (OSBL), la CRN a investi dans deux bons de capitalisation en euros. Ces produits ne présentent aucun risque de perte en capital et les performances comparées à l'indice de référence depuis l'acquisition sont les suivantes : La CRN peut racheter par anticipation ces bons selon les termes suivants : VIE PLUS = pas de pénalité ; AXA = pas de pénalités après la 4<sup>ème</sup> année suivant l'acquisition soit le 25 mars 2013 (les pénalités dégressives durant les 4 premières années ne portent que sur les intérêts servis 0,80% la 1<sup>ère</sup> année, 0,60 la 2<sup>ème</sup> année, 0,40% la 3<sup>ème</sup> année et 0,20% la 4<sup>ème</sup> année).

Produits	Performances	EONIA capitalisé
VIE PLUS 2011	3,35%	0,88%
VIE PLUS 2010	4,40%	0,44%
VIE PLUS 2009	4,40%	0,72%
AXA 2011	3,15%	0,88%
AXA 2010	4,60%	0,44%
AXA 2009	5%	0,72%

**Observation de la mission :** La réponse est sans lien avec les observations qui ne portent pas sur les placements eux même mais sur leur conformité réglementaire d'une part et sur la grande liberté laissée à l'agent comptable pour gérer ces placements. La réponse de la caisse est à mettre en regard de ses affirmations quant à son respect de la réglementation et à son évaluation de la dite conformité avant toute acquisition. Que le produit soit peu risqué est une chose, toutefois, il est immédiat et ne fait pas débat que ces produits ne sont pas admissibles. Les observations sont maintenues.



**Réponse de l'organisme :** *La CRN a considéré que ce type de placement était admis par l'article R 623-3 du Code de la Sécurité Sociale car les caractéristiques de ces contrats permettaient des prélèvements de capitaux sur les contrats à tout moment.*

**Observation de la mission :** *La CRN ne dispose pas de la capacité d'interpréter la réglementation pour considérer que des produits non visés comme éligibles peuvent leur être assimilés en raison de leurs caractéristiques. A cet égard la mission rappelle que le commissaire aux comptes, sollicité sur ce point, n'a jamais répondu sur le caractère réglementaire de ce placement. L'observation est maintenue.*

- [445] Au-delà des questions réglementaires, il convient de se demander plus généralement si les placements et modes de gestion mis en œuvre sont adaptés et en adéquation avec les missions de la caisse. L'objet principal de la CRN est d'assurer le service de retraites sur une longue période grâce à sa gestion des cotisations qui sont, en grande partie, obligatoires.
- [446] Ces considérations supposent une double préoccupation conduisant à une gestion qui doit être fortement marquée par le principe de prudence. La caisse n'est pas un fonds d'investissement ayant un horizon de gestion de 3 ou 5 ans et pouvant se permettre des fluctuations importantes de la valeur de ses investissements. Rappelons qu'en 2008, les résultats techniques de la caisse sont d'environ 40 M€, et les pertes financières de 260 M€. La sécurité des investissements qu'est en droit d'attendre l'affilié à une caisse de retraite versant des cotisations pour partie obligatoires mérite d'être prise en compte. On ne peut certes pas reprocher à la caisse le fait de constater des pertes en période de crise. Toutefois, il est possible de s'interroger sur la part importante des investissements en actions compte tenu du risque de perte de valeur inhérent à cette classe d'actifs.
- [447] En la matière, comme en témoignent les conclusions de la mission suite au sondage d'une fraction des OPCVM souscrits par la caisse, le niveau de risque peut paraître excessif notamment au vu de la faiblesse de l'organisation ayant trait à la gestion des risques financiers.
- [448] Au-delà du niveau de risque, se pose la question de l'adéquation de ces placements aux « engagements » de la caisse. Il ne peut y avoir de sens à un investissement sans analyser le besoin auquel il est censé répondre. Des questions classiques relatives à l'adéquation des flux, à la gestion de la *duration* et du risque de taux ne sont ainsi jamais abordées.
- [449] Le cumul d'un niveau de risque important et de la faible prise en compte au quotidien des contraintes découlant des régimes amène à la volatilité des performances des réserves constatée dans le présent rapport.

**Réponse de l'organisme :** *Dans la mesure où l'horizon de passif de la CRN est supérieure à 10 ans, l'allocation actuelle correspond au risque cible retenue par la CRN.*

**Observation de la mission :** *La mission a répondu dans la synthèse. Cependant, il convient de s'interroger sur certains points : pourquoi dix ans ? de quel risque cible parle-t-on, celui-ci n'a jamais été formellement défini ? à quelle allocation fait-on allusion compte tenu des marges ouvertes par celle-ci ? Les observations auxquelles il n'est pas répondu sont maintenues.*

[450] La mission observe également le peu de place fait aux considérations en matière de risques. Si un objectif de performance (bien que flou) est le plus souvent énoncé par les conventions de gestion, aucun budget de risque n'est prédéterminé : le prospectus se borne à imposer des notations de crédit minimales, en vue de limiter le risque de contrepartie. Cependant, le risque ne se borne pas au risque de défaut et les prospectus eux-mêmes listent de nombreux autres facteurs. Une gestion des risques se doit d'imposer un cadre, des limites ainsi qu'un *reporting* adéquat pour chaque risque, ce qui n'est pas fait.

**Réponse de l'organisme :** *Dés lors que l'horizon de passif est supérieur à 10 ans et que les placements de la CRN sont diversifiés sur de nombreux supports (et différentes sociétés de gestion), l'ALM détermine la fourchette de risque de la caisse.*

**Observation de la mission :** *Même réponse que supra.*

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD



## Principales recommandations de la mission

N°	Recommandation
1	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 afin de constituer un véritable outil à destination des administrateurs et des affiliés.
2	Inclure des éléments sur les risques dans ce document.
3	Compte tenu de la capacité de la caisse à dégager un rendement compatible avec celui retenu par les études actuarielle, des mesures de sensibilité se fondant sur des taux d'actualisation plus faibles gagneraient à être menées.
4	Assurer la cohérence entre les choix de modélisation et les statuts.
5	Dans le cadre des futures études, expliciter les résultats de cette première étape et en préciser les conséquences
6	Respecter la prise en compte « des passifs » selon les modalités prévues par les études elles-mêmes.
7	Afin d'éviter que le modèle ne se transforme en « boîte noire » et de laisser une place à la critique de la modélisation, préciser l'ensemble des valeurs des paramètres intervenant dans les divers modèles
8	Imposer au consultant de justifier ses choix de modélisation et d'examiner les conséquences de l'utilisation d'alternatives à la modélisation principale retenue.
9	Préciser quel modèle est utilisé et justifier ce choix.
10	Préciser le profil de risque de la caisse, autrement dit ses attentes en matière de rendement et de risque maximal autorisé et clarifier les contraintes de « passif ».
11	Engager une évaluation sur la pertinence des indicateurs de mesure de risque produits dans l'étude.
12	Adopter une segmentation des classes d'actifs à modéliser cohérente avec la réalité du portefeuille de la caisse.
13	Préciser le traitement des classes, sous-classes, ou phénomènes non modélisés et des moyens quantitatifs ou qualitatifs permettant d'aboutir à une allocation les concernant
14	Evaluer les conséquences en matière de rendement et de risques liées aux larges fourchettes permises par l'allocation stratégique ou réduire ces dernières à des niveaux justifiables.
15	Rédiger le rapport prévu par l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité social fixant les orientations générales de la politique de placement.
16	Assurer la cohérence du règlement financier en précisant que les projections démographiques et financières concernent les régimes complémentaires.
17	Pour chaque régime et section, préciser les objectifs quantifiés en matière de rendement des réserves en lien avec les engagements des régimes, et définir l'appétence au risque de la caisse.
18	Etablir des listes d'actifs, secteurs, zones géographiques ou investissements au sens large autorisés ou interdits.
19	Définir une allocation stratégique contraignante et des marges de manœuvres tactiques en veillant à ce que ces dernières ne soient pas trop larges et ne fassent pas perdre leur sens à l'allocation stratégique.
20	Définir des critères et des mesures de risques – en accord avec l'appétence au risque de la caisse – couvrant l'ensemble des risques auxquels la CRN doit faire face.
21	Intégrer la politique immobilière qui est à ce jour absente du règlement financier et non formalisée.

22	Préciser au sein du règlement financier les obligations que la caisse souhaite imposer aux gestionnaires externes et réviser les conventions en cours afin de les mettre en conformité avec ces nouvelles stipulations.
23	Dans ces conditions, une des priorités de la CRN doit être de définir et mettre en place un système de gestion des risques efficace, qui comprenne les stratégies, processus et procédures d'information nécessaires pour déceler, mesurer, contrôler, gérer et déclarer, en permanence, les risques, aux niveaux individuel et agrégés, auxquels la caisse est ou pourrait être exposée.
24	Le code de déontologie devrait être étendu et en particulier encadrer les cadeaux et invitations de la part des gérants de fonds
25	Étendre les règles de déontologie à la location du patrimoine immobilier soit en prévoyant des mesures d'encadrement des loyers des appartements loués à des personnes présentant des liens familiaux avec les administrateurs ou le personnel de la caisse, soit en interdisant de telles pratiques.
26	Elaborer des règles précises pour des sollicitations courantes de la part des fournisseurs (valeur maximale des cadeaux acceptés, règles de redistribution interne ...).
27	Définir de manière précise les obligations déontologiques pour des sujets courants comme les voyages séminaires et invitations de toute nature.
28	Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique.
29	Accroître l'implication du conseil d'administration dans la définition de la politique de placement en présentant à son vote explicite les principaux paramètres que sont le rendement espéré et le risque accepté
30	Accroître son implication dans le suivi des placements en en faisant un point spécifique de l'ordre du jour qui ne se limite pas à l'approbation du compte rendu de la commission spécialisée
31	Instaurer un suivi des contraintes réglementaires introduites par le décret 2002-1314 modifié. Ce suivi pourrait prendre la forme d'un tableau ventilant les différents placements de la caisse dans chacune des 13 catégories réglementaires et reprenant, par ailleurs, les grandes masses faisant l'objet de contraintes quantitatives.
32	Présenter en commission des placements, les indicateurs de risques d'ores et déjà existant au sein du <i>reporting</i> détaillé.
33	Inclure une ventilation sectorielle et l'exposition aux plus grandes lignes sur l'ensemble du portefeuille consolidé afin de compléter les indicateurs existants.
34	Chaque opération d'investissement ou de désinvestissement gagnerait à être justifiée avec plus de détails.
35	Avant chaque investissement, donner une plus grande importance aux aspects en lien avec les besoins de financement des régimes, les risques encourus et la réglementation.
36	Faire apparaître formellement pour chaque proposition d'investissement sa conformité aux règles posées par le décret de 2002.
37	Pour ce qui est de la sélection des fonds, sans aller jusqu'à la mise en œuvre de méthodes de <i>scoring</i> , l'opportunité de la définition de critères et d'un barème permettant de justifier un avis devrait être examinée
38	Renforcer le <i>reporting</i> à destination de la commission des placements sur la question des placements immobiliers en y intégrant les taux de vacances, les taux de rotation, les taux de rendement interne et en évaluant le niveau des loyers pratiqués par rapport au marché.
39	Appliquer le code des marchés publics à la sélection des fonds dédiés et aux services liés à la gestion des placements.
40	Fixer et quantifier les objectifs de rendement et y adjoindre un budget de risque clairement défini et plus précis que de simples notations de crédit.
41	Justifier ces objectifs au regard des objectifs de rendement et de sécurité définis par la politique de placement et de leur horizon temporel. Les conventions doivent être cohérentes avec la politique de placement validée par la caisse.

42	Intégrer dans le dispositif de contrôle interne la possibilité de réaliser des contrôles sur pièces et sur place des sociétés de gestion.
43	Veiller à l'inscription du hors bilan afférant à la souscription de FCPR.
44	Suivre par transparence l'exposition à chaque devise et vérifier la part des actifs exprimés en devises étrangères dans le portefeuille global.
46	Suivre par transparence l'exposition à chaque pays ou zone géographique et vérifier la part de ces actifs dans le portefeuille global.
47	Imposer les règles mentionnées par le décret n°2002-1314 modifié (admissibilité des actifs, règles géographiques, congruence, etc.) aux fonds dédiés en les inscrivant précisément dans conventions de gestion.
48	Faire vérifier ces nouvelles dispositions par les dépositaires (qui contrôlent d'ores et déjà les contraintes imposées par les conventions).
49	Elaborer une cartographie des risques spécifique à la gestion déléguée permettant de mesurer, suivre et limiter les risques des fonds.
50	Appliquer les recommandations de ce rapport en matière de conformité réglementaire et de gestion des risques aux placements de trésorerie.

# Lettre de mission



- 2 MAR. 2012

*Le Chef de l'IGAS*

**Le chef de l'Inspection générale  
des affaires sociales**

à

**Yann-Gaël AMGHAR  
Inspecteur**

**Paulo GEMELGO  
Inspecteur**

**Pascal PENAUD (coordonnateur)  
Inspecteur général**

**Vincent RUOL  
Inspecteur**

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

**Code mission M2012-019**

Je vous prie de bien vouloir effectuer la mission citée en objet.

Je vous remercie de vous rapprocher du président du collège "Protection sociale" et de vous coordonner pour fixer avec mon secrétariat la réunion de lancement de la mission. Celle-ci interviendra, au plus tard, en semaine 10\* (du 5 au 9 mars 2012).

**Pierre BOISSIER**

**Copie :** Président du collège "Protection sociale".

\*En cas de difficulté sur cette date merci de vous rapprocher du président du collège.





## Liste des personnes rencontrées

Nom	Fonctions
Maître JAQUET	Président du conseil d'administration
M. PEONNET	Directeur
M. MULLER	Agent comptable
M. CALOSSO	Responsable du service immobilier
Mme DAVEAU	Fondée de pouvoir de l'Agent comptable
Mme BENTABIA	Auditeur interne
M. DU PENHOAT	Société AON-HEWITT
M. DUPIN	Commissaire aux comptes- Cabinet TUILLET

Source : Mission.



## Liste des annexes

N°	Annexe
1	Méthode de travail
2	Restriction du périmètre d'audit du fait du non accès au dossier du commissaire aux comptes
3	Revue analytique des rapports d'activité
4	Revue analytique des comptes de la CRN
5	Etudes actuarielles
6	Revue analytique des comptes rendu des conseils d'administration
7	Revue analytique des comptes rendu des commissions des placements
8	Revue analytique des états détaillés de placement
9	Analyse juridique et technique des OPCVM dédiés
10	Exploitation des anomalies relevées par le dépositaire