



Inspection générale
des affaires sociales
RM2012-063P

Contrôle des placements de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP)

RAPPORT DEFINITIF

Établi par

Paulo GEMELGO

Pascal PENAUD

Membres de l'Inspection générale des affaires sociales

- Mars 2013 -

Synthèse

- [1] Dans le cadre d'un contrôle général des placements des organismes de retraite complémentaire une mission composée de Paulo GEMELGO et Pascal PENAUD, membres de l'Inspection générale des affaires sociales, a procédé au contrôle de la Caisse d'Assurance Vieillesse des Pharmaciens (CAVP). Ce contrôle a porté sur les exercices 2006 à 2011.
- [2] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 24 avril et le 30 juillet 2012. La restitution au président de la caisse s'est tenue le 6 septembre 2012. Les réponses faites au rapport provisoire sont jointes dans la forme où elles ont été reçues et insérées dans le rapport face aux observations auxquelles il est répondu. Les réponses de l'organisme ont été, pour l'essentiel, faites au regard de la synthèse et sont plus longues qu'elle ; en dépit de l'impact sur la lisibilité du document elles y sont reprises (sauf exception¹). **De manière globale ce mode de réponse traduit une absence de réponse technique ; par ailleurs les réponses générales faites témoignent d'une très faible appropriation du rapport.**

1. LA CAVP GERE 6 MDS DE RESERVES CONSTITUEES POUR L'ESSENTIEL AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DE LA PART DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES PHARMACIENS GERE PAR CAPITALISATION

- [3] La CAVP assure la gestion de trois régimes de retraite et d'un régime de prévoyance, le principal d'entre eux est le régime complémentaire d'assurance vieillesse des pharmaciens libéraux, régime unique qui présente la particularité de comporter deux volets : l'un en répartition et l'autre en capitalisation. La cotisation afférente au régime complémentaire d'assurance vieillesse se décompose en trois parts : une première – obligatoire – gérée par répartition, une seconde, elle aussi obligatoire, gérée par capitalisation et des classes facultatives gérées par capitalisation.

Réponse de l'organisme : § 3 : *La cotisation du régime complémentaire se décompose en 2 parts obligatoires et non en 3 parts : la première est gérée en répartition, la seconde est gérée en capitalisation à niveau choisi (à l'image du régime de base des conjoints collaborateurs).*

Observation de la mission : *Si l'on suit le raisonnement de la caisse les classes facultatives font partie de la deuxième part obligatoire et sont donc obligatoires, ce qui serait pour le moins surprenant. Au-delà de la correction de l'expression cette remarque traduit bien l'ambiguïté que fait naître l'existence de classes facultatives au sein d'un régime obligatoire.*

- [4] Fin 2011, les régimes gérés par la CAVP pour son compte² détiennent 6,015 milliards d'euros de réserves³ dont 84 % sont rattachables au volet géré par capitalisation. Le montant conséquent de ces réserves se traduit directement par l'importance de la part du résultat financier dans le résultat global de la caisse. Dans les faits, ce dernier est déterminé par le premier.

¹ Réponses correspondant à des observations identiques dans le rapport et dans la synthèse ou de caractère très technique comme celles relatives aux règles comptables applicables qui ont été reportées dans le rapport lui-même. La totalité des réponses de l'organisme ont été reprises.

² Hors régime de base géré par la CAVP pour le compte de la CNAVPL.

³ En valeur nette comptable.

Tableau 1 : Les résultats globaux de la caisse (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Charges de gestion technique		548,3	603,7	542,4	566,2	584,9
Produits de gestion technique		504,6	556,2	495,9	510,6	549,2
Résultat gestion technique		-43,7	-47,4	-46,5	-55,7	-35,6
Charges gestion courante		23,2	23,0	22,6	23,4	22,6
Produits gestion courante		22,2	25,1	26,8	26,9	28,2
Résultat gestion courante		-1,0	2,1	4,2	3,5	5,6
Charges financières	ND	14,6	151,6	91,6	16,0	106,4
Produits financiers		238,3	280,5	369,0	232,2	144,7
Résultat financier		223,7	128,9	277,4	216,2	38,3
Charges exceptionnelles		1,6	0,1	0,4	0,0	9,8
produits exceptionnels		25,0	0,4	0,6	0,4	84,1
Résultat exceptionnel		23,4	0,3	0,2	0,4	74,4
Impôts		1,7	3,1	9,2	7,2	8,2
Résultat net		200,7	80,9	226,1	157,2	74,4

Source : Comptes CAVP.

- [5] La particularité des classes de cotisation gérées en capitalisation conduit à la constitution de réserves importantes. En l'absence de cadre prudentiel imposé par la réglementation, la gestion technique du volet en capitalisation a amené la caisse à introduire dans ses statuts des dispositions de nature prudentielle inspirées du code des assurances. Parallèlement, la nature facultative d'une partie des cotisations gérées en capitalisation conduit la caisse à promettre à ses affiliés des revalorisations attractives des capitaux investis. En effet, la CAVP, de par la nature facultative de certaines classes, considère se trouver dans une situation comparable à celle d'un organisme d'assurance-vie qui est incité à revaloriser les versements et les niveaux de rente sous l'effet de la pression concurrentielle. Les statuts de la caisse font d'ailleurs référence à ces notions et le conseil d'administration détermine chaque année en fonction des résultats techniques et financiers réalisés et des réserves disponibles un taux dit « de revalorisation⁴ » qui sera appliqué aux capitaux accumulés sur des comptes individuels fictifs. Ce taux, net de tous frais, a atteint 3,40 % en 2010, 3,80 % en 2009, 4,00 % en 2008, 4,45 % en 2007.

Réponse de l'organisme :

§ 5 : Nous sommes en total désaccord avec le contenu de ce paragraphe. Le terme de réserves est inapproprié et devrait être remplacé par la notion de provisions, plus adapté s'agissant du volet du régime fonctionnant par capitalisation. Le dispositif prudentiel est clairement décrit dans les statuts du régime complémentaire et largement inspiré du dispositif applicable aux compagnies d'assurance et aux mutuelles jusqu'à l'entrée en vigueur de la directive Solvabilité II, laquelle vient une nouvelle fois d'être reportée. Les normes prudentielles appliquées par la CAVP sont donc très proches de celles des entreprises d'assurance.

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation sur l'utilisation d'un cadre prudentiel inclus dans les statuts – et donc non imposé réglementairement – inspiré des normes des entreprises d'assurance. Nonobstant la validité de la notion de provision ou de réserve, la mission se permet de rappeler que le plan comptable auquel la caisse est assujettie ne prévoit pas la constitution de provisions techniques matérialisant les engagements de capitalisation. Sur cette question, les comptes de la caisse ne présentent d'ailleurs que des réserves et non des provisions.

⁴ La revalorisation, provenant des produits financiers excédant les rendements anticipés, sera d'autant plus élevée que le taux technique est faible.

Réponse de l'organisme : *Contrairement à ce que la mission laisse entendre, la CAVP ne modifie pas librement les statuts des régimes dont elle assure la gestion. Les demandes de modifications statutaires, étudiées lors de réunions de travail avec la tutelle, sont votées par le Conseil d'administration puis soumises à l'approbation de la CNAVPL avant d'être transmises à la Direction de la sécurité sociale. Elles sont ensuite communiquées au Ministre en charge des Affaires sociales et définitivement validées par un arrêté publié au JO.*

Observation de la mission : *Cette réponse fait état d'opinions supposées de la mission qui ne figurent pas dans le rapport, elle est sans objet.*

Réponse de l'organisme : *Le commentaire relatif à la politique de revalorisation est caricatural et ne traduit ni l'esprit de responsabilité qui prévaut au sein du Conseil d'administration, ni la tonalité des interventions des administrateurs pourtant fidèlement restituées dans les procès-verbaux. Pour plus d'objectivité, il conviendrait de mentionner le taux distribué en 2011 (3%), une nouvelle fois en forte diminution par rapport à celui de l'année précédente.*

Observation de la mission : *L'observation visée ne comporte aucun commentaire relatif à la politique de revalorisation qui est uniquement décrite, la réponse est sans objet sur ce point. La mission comprend alors que la caisse conteste le lien fait entre la politique de revalorisation, les classes facultatives et « la pression concurrentielle ». Pour autant, le fait que la caisse se compare aux organismes d'assurance facultative est purement factuel et il a été remis à la mission par la caisse un document dans lequel cette dernière étudie les taux de revalorisation des organismes d'assurance. La caisse affirme que son taux de revalorisation est en baisse en 2011 : il en va de même de celui des organismes d'assurance facultative.*

Réponse de l'organisme : *Enfin, parler de comptes individuels fictifs alors que les affiliés sont depuis 60 ans destinataires d'un relevé de compte établi annuellement n'est pas conforme à la réalité.*

Observation de la mission : *Le compte est fictif au sens où il n'y a aucun engagement contractuel individuel de la caisse à l'égard de ses affiliés contrairement à une entreprise d'assurance. Le terme renvoie par ailleurs à la notion de provision chère à la caisse qui, encore une fois compare son fonctionnement à un celui d'assureur gérant de l'assurance facultative : en assurance vie facultative, la provision mathématique matérialisant les engagements est calculée assuré par assuré et est la propriété de l'assuré en question. Dans la mesure où les affiliés de la caisse ne sont pas propriétaires via un compte individuel d'une fraction des réserves de la caisse, l'emploi du mot « fictif » a vocation à marquer cette distinction.*

- [6] Un mode de gestion conférant une telle importance à la revalorisation des capitaux fait peser de lourdes contraintes de gestion en termes de performance des placements. A fin 2011, la CAVP ne dispose plus que de plus-values latentes dans l'immobilier. Sous l'hypothèse d'un besoin de distribution annuel constant, en l'absence de remontée des marchés financiers, les plus-values latentes sur l'immobilier permettent de couvrir ce besoin pendant ~~deux ans seulement~~ 2,3 ans selon les hypothèses retenues par la mission 2,9 ans selon celles retenues par la caisse.

Réponse de l'organisme : *§ 6 : Nous regrettons que ce paragraphe ne fasse aucunement référence à la crise financière qui, au cours de la période auditée, a fragilisé l'ensemble des acteurs de l'assurance et conduit d'importantes institutions à la faillite. Dans les périodes plus calmes, la CAVP a réalisé l'essentiel de ses prises de bénéfices sur les actions ou les actifs obligataires sans réaliser d'arbitrage sur les biens immobiliers. Il est donc parfaitement logique que ces derniers abritent aujourd'hui la majeure partie de la plus-value latente du portefeuille. Les conclusions de la mission s'appuient sur une erreur de calcul que nous avons commentée au paragraphe 151.*

Observation de la mission :

Tenue, elle, à une obligation de concision dans sa synthèse la mission s'est limitée au constat. Comme indiqué dans le rapport il ne s'agit pas d'une erreur de calcul mais d'hypothèses différentes plus prudentes que celles de la caisse. Selon les hypothèses les plus values latentes représentent 2,3 ou 2,9 années de distribution la différence est faible et montre bien la dépendance de la politique de distribution retenue à la situation conjoncturelle des marchés financiers.

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT NE DEFINIT NI LES OBJECTIFS NI LES CONTRAINTES DE LA GESTION FINANCIERE

- [7] Les articles R. 623-10-4 et R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale prévoient la définition d'une politique de placement et la rédaction d'un règlement financier approuvés par le conseil d'administration de la caisse. Ce règlement financier doit obligatoirement comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie. Si la caisse respecte formellement ces obligations réglementaires, son règlement financier est peu précis et peu contraignant.

Réponse de l'organisme :

§ 7 : Nous ne partageons pas l'analyse de la mission sur le caractère peu contraignant du règlement financier. Ce document a fait l'objet d'une rédaction commune avec les autres sections professionnelles de la CNAVPL et a été approuvé par la tutelle qui n'a jamais émis la moindre réserve quant à son contenu. Les conventions de gestion des fonds dédiés (documents juridiques facultatifs venant compléter le prospectus AMF) ont été rédigées dans le seul but de resserrer les contraintes réglementaires et d'imposer aux gérants par délégation des règles supplémentaires qui ne figurent pas dans le décret du 25/10/2002. La procédure de gestion des opérations de trésorerie sera complétée courant 2013 par la rédaction d'un document décrivant plus généralement le processus de décision en matière d'investissement. Cette obligation de formalisme sera donc pleinement respectée.

Observation de la mission :

Ce point est documenté par les observations 132 à 137 du rapport (une réponse, non retenue par la mission) et 1232 à 1242 des annexes (aucune réponse). Cette réponse marque une faible appropriation du rapport qui établit clairement ce caractère peu contraignant, d'ailleurs revendiqué dans ses réponses par la caisse qui ne jure que par la nécessaire adaptabilité de sa politique. Le caractère commun aux sections professionnelles de la CNAVPL et l'approbation par la tutelle ne modifient en rien le constat. Il n'y a pas de « resserrement opéré par les conventions de gestion » comme le montre abondamment l'annexe 9 de plus la caisse, comme elle le montre dans ses réponses (cf. observations 226 à 269) s'estime en droit d'y déroger à tout moment car, selon elle, la réglementation ne s'applique pas aux fonds qu'elle détient, la sécurité qu'apportent les conventions est de faible niveau. A titre d'exemple, la caisse se comparant souvent aux organismes d'assurance régis par le code des assurances, la mission invite la caisse, si jamais celle-ci en à l'occasion, à se procurer le règlement financier ou la politique de placements de certaines de ces institutions. Les observations de la mission ne font ainsi nullement référence à un idéal impossible à atteindre.

- [8] Certes les principes de sécurité et de rendement y sont abordés, mais le règlement 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 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. En matière de gestion des risques, la caisse s'impose la surveillance des « risques financiers » mais ne les a jamais définis et ne dispose d'aucune cartographie des risques pour ce qui est de son activité de placement.

Réponse de l'organisme :

§ 8 : La notion de risque financier, les indicateurs retenus pour en mesurer le niveau et les objectifs assignés à la gestion sont clairement définis dans les travaux d'allocation d'actifs réalisés tous les 3 ans. Ils constituent un élément fondamental du paramétrage des modèles d'optimisation de portefeuilles et déterminent très directement la stratégie d'investissement pour chacun des régimes. La pérennisation des régimes de répartition et la couverture des engagements du régime de capitalisation sont naturellement au cœur des objectifs communiqués aux consultants chargés des travaux d'allocation d'actifs. Au-delà du suivi des règles de solvabilité mentionnées dans les statuts, la Direction financière produit de nombreux documents (à usage interne ou à l'attention des administrateurs) comprenant une analyse rendement/risque des principaux actifs détenus en portefeuille.

Observation de la mission :

La réponse n'a pas de lien avec l'observation qui porte sur le règlement financier. L'observation est donc maintenue. Sur le fond, la réponse est inexacte. En effet le rapport montre clairement que les allocations stratégiques sont déconnectées des études préalables et conduisent à des marges telles qu'elles sont compatibles avec des allocations stratégiques totalement différentes selon qu'on respecte l'allocation cible, ou les bornes maximales et minimales autorisées. De même, si la caisse aborde la question de d'indicateurs de risque pour ce qui est de la définition de l'allocation, elle n'affirme pas s'astreindre à l'utilisation des mêmes outils pour ce qui est du suivi effectif du portefeuille. Cette réponse témoigne soit d'une non compréhension du rapport, soit d'un refus d'en tenir compte.

- [9] Ces omissions n'ont pas pour origine un manque de compétence mais traduisent la volonté de conserver de larges marges de manœuvre dans la mise en œuvre de la gestion des réserves. En effet, en dépit de l'absence de cadre prudentiel réglementaire, les études conduites par un cabinet externe – sur lesquelles se fondent les allocations stratégiques d'actifs – posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes et définissent des cadres théoriques en adéquation avec les principes énoncés. Ces études font également apparaître des objectifs chiffrés de rendement et des contraintes quantitatives en matière de risques.
- [10] Néanmoins, malgré une modélisation financière complète, les études se fondent sur des hypothèses parfois excessivement optimistes qui peuvent conduire à des politiques de valorisation des retraites trop risquées. Au surplus, bien que les recommandations du cabinet de conseil soient en ligne avec les analyses conduites, les larges fourchettes encadrant les allocations stratégiques ne sont pas justifiées par les besoins du passif et font perdre tout sens aux allocations cible proposées.
- [11] Par ailleurs, la caisse n'a pas formellement défini une politique immobilière et, en fin de période, celle-ci paraît surtout répondre à l'objectif de dégager – au plan comptable – les plus-values latentes afin de satisfaire les objectifs de revalorisation.

Réponse de l'organisme :

§ II : L'objectif de repondération de l'immobilier dans le portefeuille du volet du régime fonctionnant par capitalisation est rappelé chaque année dans l'orientation générale des placements (document prévu à l'article R.623-10-4 du CSS et soumis à l'approbation du Conseil d'administration en début d'exercice) pour se conformer aux recommandations d'allocation d'actifs. Le document décrit la stratégie d'investissement qui privilégie les immeubles tertiaires situés en Ile-de-France ou dans les grandes métropoles régionales et autorise une diversification sur des fonds ou des sociétés foncières cotées. Nous ignorons la raison pour laquelle la mission n'y fait pas allusion.

Observation de la mission :

L'orientation générale des placements ne constitue pas une politique immobilière et la caisse a reconnu l'absence de politique formalisée puisqu'en réponse au rapport elle s'engage à en présenter une au conseil d'administration en 2013.

Réponse de l'organisme :

La réalisation fin 2011 d'une opération destinée à dégager la plus-value attachée à un immeuble a valeur d'exception puisqu'aucun autre bien n'a fait l'objet d'une opération similaire depuis la constitution du patrimoine immobilier de la caisse. Cette opération de nature purement comptable n'a rien à voir avec la stratégie d'investissement de la CAVP, l'exposition au marché immobilier n'étant en rien modifiée.

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation de la mission qui ne parle à aucun moment d'une modification de l'exposition au marché immobilier. Il s'agissait bien de faire apparaître par transfert à une SCI la plus value latente dans les comptes et donc dégager un produit comptable afin de satisfaire les objectifs de revalorisation.

- [12] *In fine, la politique de placement se résume à des allocations stratégiques dont les marges sont si conséquentes au point qu'elles ne constituent pas une réelle contrainte.*

Réponse de l'organisme :

§ 12 : Nous réitérons les observations formulées au point 10 et regrettons que l'analyse de la mission soit si réductrice. L'allocation stratégique, exercice qui n'est d'ailleurs pas exigé par la réglementation, constitue un référentiel de placements important auquel la CAVP se reporte pour opérer des choix de sur ou de sous-exposition par classe d'actifs et mesurer l'incidence financière de ces décisions. En cela, les allocations cibles de chaque régime sont beaucoup plus structurantes que ne le laisse imaginer le rapport. Des états de reporting mentionnant la composition des portefeuilles comparativement à la position neutre sont présentés lors de chaque réunion du Bureau ou du Conseil d'administration. Les marges d'allocation tactique ne sont utilisées au maximum de leur amplitude que dans des situations extrêmes nécessitant une diminution rapide du risque. Elles sont paramétrées pour cela. Les ventes massives d'actions (ou d'OPCVM actions) opérées en 2007 et 2008 ont évité à la caisse une perte de plusieurs centaines de millions d'euros qui aurait fortement appauvri les régimes de répartition (structurellement les plus exposés aux marchés actions) et directement menacé la solvabilité du volet du régime fonctionnant par capitalisation. Ce simple constat, qui repose sur des faits incontestables, devrait l'emporter sur l'affirmation inflexible de la supériorité des modèles.

Observation de la mission :

*Il est faux de prétendre que l'allocation stratégique n'est pas exigée par la réglementation. Les articles R.623-10-4 et R. 623-10-3 sont particulièrement éclairants en la matière. Le premier prescrit que « 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 ». Le second précise que règlement financier doit décrire « les objectifs et les modalités de gestion de l'activité de placement ». L'argument mis en avant par la caisse est de fait spécieux car la première des « orientations générales », la première des pierres d'une politique de placement est son allocation stratégique. La réponse confirme que les allocations stratégiques comportent des marges tellement larges qu'elles permettent des modifications « massives » de la composition du portefeuille lorsqu'elles sont utilisées « au maximum de leur amplitude ». A ce titre, la mission se permet de rappeler que l'allocation stratégique n'est qu'un élément d'une politique de placement qui prévoit généralement – entre autres choses – la possibilité de dérogations dans des cas exceptionnels. La mission ne fait nullement référence aux modèles et ne prône donc pas leur supériorité. Observation maintenue.*

3. LA FAIBLE GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE FONT QUE LA CAISSE NE MAITRISE PAS SES RISQUES

- [13] La gouvernance est faible et la direction n'est, s'agissant des placements, pas réellement contrôlée. Le conseil d'administration est informé mais est essentiellement une instance de validation en matière de placements financiers. En outre, contrairement à ce qui a été indiqué lors des entretiens, le bureau exécutif n'a pas un rôle plus important. L'examen des comptes rendus fait de manière systématique pendant la période ne fait pas apparaître un réel contrôle de ces instances. La caisse a fait valoir que les comptes rendus ne retracent pas la richesse des débats, on ne constate toutefois pas d'écart entre les propositions faites et les décisions qui documenteraient le fait que ces débats conduiraient à ne pas suivre les propositions faites par les services administratifs.

Réponse de l'organisme :

§ 13 : Réduire le rôle du Bureau Exécutif et du Conseil d'Administration à la seule validation d'opérations décidées par l'équipe administrative est inexact. La mission n'a pas tenu compte sur ce point des déclarations du Président. A titre d'illustration, nous joignons en annexe (voir pièce jointe n°2) un extrait du Conseil d'Administration du 4 décembre 2008 en pleine crise « Lehman » qui reflète le travail d'équipe entre certains élus et l'administration. Après avoir été validées par la Direction financière lors des comités de marché hebdomadaires, les opérations financières font l'objet d'une note écrite et sont systématiquement débattues en séance. La volonté des administrateurs d'afficher une cohésion en se ralliant à la position majoritaire n'illustre pas nécessairement la diversité des points de vue et la richesse des discussions engagées avec la Direction sur l'ensemble des projets

Observation de la mission :

Le rôle de validation du conseil d'administration et du bureau exécutif est documenté dans le rapport et les déclarations du président ne modifient en rien ce constat argumenté. Sur la forme, et d'un point de vue logique, un exemple n'est pas une démonstration et ne prouve aucunement le caractère général de l'affirmation. Sur le fond, l'illustration proposée est analysée dans le rapport elle se limite à une intervention du directeur dressant un satisfecit de sa gestion et sans aucun débat retracé. Par ailleurs, on notera que le paragraphe dans lequel le directeur affirme « nous n'avons pas acheté de titrisation ou de produits structurés dont on vous parle dans la presse » n'est pas littéralement inexact car la caisse n'en a pas acheté en direct. Il est néanmoins entaché d'une importante omission : la caisse s'est en effet largement exposée à ce type de produit au travers du fonds SOGEPHARMA REVERSE qu'elle détient.

- [14] De fait, les placements sont gérés par une équipe administrative réduite qui, dans ses choix, donne la priorité à la performance au détriment de la sécurité. En l'occurrence, l'examen des comptes-rendus des comités de marchés, instance réunissant chaque semaine la direction afin d'examiner la situation des divers portefeuilles et de prendre les décisions d'investissement ou de désinvestissement, tenus entre 2008 et 2012 confirme ce point : sur les 109 comptes-rendus rédigés en quatre ans et demie, on note deux fois plus de références à la performance qu'aux risques. Le mot « passif » n'apparaît quant à lui qu'à trois reprises et la réglementation de 2002 n'est pas citée une seule fois.

Réponse de l'organisme :

§ 14 : Il est erroné d'affirmer que l'équipe administrative accorderait systématiquement la priorité à la performance au détriment de la prise en compte du risque. La forte réduction de l'exposition actions au cours de la période sous revue suffit à invalider cette assertion.

Observation de la mission :

La réponse de la caisse, une fois encore, procède par affirmation sans contredire les observations factuelles qui étayent le constat. La mission affirme et prouve le tropisme de la caisse en faveur de la performance, au travers les comptes-rendus des comités de marchés, plus loin dans le rapport, par l'examen de la composition même du portefeuille. Jouer sur le mot « systématique » – qui n'apparaît pourtant pas dans le paragraphe contesté par la caisse – et exhiber un contre exemple n'est que peu productif et confirme le refus d'appropriation du rapport. L'exemple dont se prévaut la caisse est toutefois intéressant. Si la CAVP y voit une mesure de prudence, la mission la renvoie aux parties du présent rapport traitant des études et de l'allocation stratégique : la nécessité de réduire le risque traduit dans les faits une allocation trop risquée. La réaction visant la réduction du risque ex post est l'aveu d'une trop grande prise de risque ex ante. Ceci renforce l'observation de la mission quant au tropisme de la caisse en faveur de la recherche de performance.

Réponse de l'organisme :

Le passif est appréhendé à travers l'allocation stratégique d'actifs dont il détermine en grande partie la composition. Les supports d'investissements qui ne seraient pas conformes à la réglementation sont écartés avant d'être présentés en comité de marché.

Observation de la mission :

D'un point de vue purement financier, une allocation stratégique ne permet pas d'appréhender entièrement le passif. Le présent rapport s'efforce de le démontrer tout au long de ses 300 pages alors que la caisse se contente d'affirmer le contraire.

Réponse de l'organisme :

Nous joignons les tableaux hebdomadaires de suivi des investissements sur lesquels les critères de risque apparaissent très nettement : volatilité, Sharpe, Tracking Error, ratio d'information (voir pièce jointe n°3).

Observation de la mission :

La réponse de la caisse ne présente qu'un lien éloigné avec le paragraphe visé. La réponse aurait gagnée à être développée et à faire référence à la partie du rapport traitant précisément de ces questions au lieu de viser la synthèse qui ne constitue qu'un bref résumé du rapport. Sur le fond, comme explicité infra, si des indicateurs de risques existent, ceux-ci sont critiquables (en particulier court termistes), incomplets et ne sont pas associés à des risques particuliers ni à des actions de maîtrise ou contrôle. In fine, la caisse dispose de quelques chiffres, critiquables au demeurant, dont elle ne dit pas précisément ce qu'elle fait. Il est inexact dans ces conditions de considérer que les risques sont appréhendés, mesurés et contrôlés.

- [15] Les relations avec les gestionnaires externes des OPCVM sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision. Les conventions de gestion des fonds dédiés prévoient la possibilité de contrôles sur place à l'initiative de la CAVP mais cette possibilité n'a, à ce jour, jamais été utilisée. Les obligations des gestionnaires visées par la réglementation ne sont pas explicitées en totalité, les objectifs assignés aux fonds manquent de clarté et sont éloignés des contraintes induites par les « passifs » de la caisse, ce qui laisse une grande latitude aux gérants.

Réponse de l'organisme :

§ 15 : Comme indiqué au point 7, les gestionnaires de fonds dédiés opèrent dans un cadre réglementaire et conventionnel bien plus contraignant que ne le prétend la mission. Chacune des clauses du prospectus a été validée par la Direction financière, les documents étant eux-mêmes largement uniformisés pour plus de lisibilité et pour répondre aux standards imposés par la CAVP. Le prospectus est complété par une convention de gestion qui introduit des règles d'investissement supplémentaires et décrit les modalités de contrôle de la gestion.

Observation de la mission : *La mission ne « prétend » pas mais démontre ce qu'elle affirme en la matière, notamment au sein des 48 pages de l'annexe 9. La mission ne conteste pas l'approbation des prospectus et conventions ni la procédure inhérente mais le contenu et les marges de manœuvres laissées aux gérants. La caisse ne répond pas sur le fonds, l'observation est maintenue.*

Réponse de l'organisme : *Un dépositaire de FCP est chargé réglementairement de s'assurer de la régularité de la gestion au regard des règles de l'AMF mais aussi, en vertu d'une convention conclue avec la CAVP, de vérifier le respect des dispositions conventionnelles. Les dépassements sont communiqués chaque mois à la CAVP qui contacte la société de gestion concernée pour que le dépassement soit régularisé au plus vite et au mieux des intérêts de la caisse. Ces demandes de régularisation sont effectuées par courriels et consignées dans le dossier du fonds visé. A défaut de régularisation, le dépositaire active successivement chacune des étapes du dispositif conventionnel de réaction aux anomalies pouvant aboutir dans les cas les plus graves à une demande de retrait de l'agrément AMF.*

Observation de la mission : *La caisse rappelle ce qui est décrit par ailleurs dans le rapport. Ces commentaires n'appellent aucune réponse.*

Réponse de l'organisme : *La performance financière est analysée chaque semaine. Elle est comparée aux indices de référence et aux fonds assimilables pour détecter d'éventuelles incohérences.*

Observation de la mission : *La mission s'étonne, qu'en sus de la performance et des indices de marché, la caisse ne traite pas des indicateurs de risques et de l'adossement passif dont pourtant elle se prévaut.*

Réponse de l'organisme : *Enfin, le commissaire aux comptes de chaque fonds est tenu de vérifier la comptabilité, de contrôler l'ensemble des frais et d'établir un rapport annuel de certification des comptes dont un exemplaire est adressé à la CAVP avant la clôture des comptes de la caisse. Les remarques de la mission sur la liberté d'action laissée aux gérants et sur le défaut de contrôle des fonds sont injustifiées. Malgré la proposition faite par la CAVP, la mission n'a pas souhaité rencontrer les gérants délégués pour valider ses conclusions.*

Observation de la mission : *Encore une fois, la liberté d'action décrite par la mission vise la gestion même des placements. Le fait que la comptabilité et les frais soient vérifiés par les commissaires aux comptes est donc hors sujet. Toutefois, sur ces aspects, un contrôle externe n'exonère pas la caisse d'un suivi. Rappelons que, mis à part pour l'année 2009, la CAVP n'a pu fournir à la mission de détail des frais versés afférents à ses OPCVM.*

- [16] Sur le plan comptable, la caisse déroge de manière très importante aux règles comptables qui lui sont applicables telles que définies par le PCUOSS. Pour tenir compte de la spécificité du volet capitalisation du régime complémentaire, la CAVP s'autorise à déroger fortement aux règles prévues par le PCUOSS et s'inspire de quelques dispositions du code des assurances, du livre II du code de la mutualité et du livre IX du code de la sécurité sociale. Cela la conduit notamment à ne pas déprécier les investissements en moins-values latente dès le premier euro. L'utilisation des règles de dépréciation du PCUOSS aurait conduit la caisse à devoir doter une provision pour dépréciation supplémentaire estimée à environ 270 M€ en 2008 et 60 M€ en 2011. Ce point n'est pas sans importance, le résultat financier de ces exercices étant respectivement de 127 et 32 millions d'euros. Le plan comptable utilisé est ainsi à la fois distinct du PCUOSS et du plan comptable assurance dans la mesure où la caisse applique les dispositions qu'elle juge pertinentes. A noter que ces dérogations ne concernent que le volet géré par capitalisation. Aussi, les titres financiers partagés par plusieurs régimes ne sont pas soumis aux mêmes règles de dépréciation. Si ces dérogations sont clairement présentées dans les comptes, leurs effets ne sont pas suffisamment chiffrés et commentés en annexe (l'impact sur le résultat par exemple).
- [17] La manière appropriée de prendre en compte au plan comptable les spécificités de régimes obligatoires de sécurité sociale ayant un fonctionnement partiel en capitalisation est un sujet à traiter par la tutelle. Toutefois, il appartient à la caisse, d'une part, de ne pas employer un vocabulaire qui laisse penser qu'elle est dans la nature de ses engagements dans la même relation contractuelle qu'un assureur et de mieux documenter les effets des dérogations faites aux règles comptables applicables d'autre part.
- [18] En matière de contrôle interne, les procédures propres à la caisse sont inexistantes et les placements ont été exclus de la démarche de contrôle interne. Les outils dont se prévaut la caisse ne compensent pas, comme elle l'a indiqué à la mission, les risques liés à l'absence d'un tel contrôle.

Réponse de l'organisme :

§ 18 : La rédaction des procédures de gestion financière n'est pas finalisée à ce jour. Il s'agit d'un défaut de formalisation que nous nous emploierons à corriger dans les meilleurs délais. Un contrôleur interne ayant compétence sur l'activité financière sera recruté en 2013 pour venir seconder l'agent comptable dans ce domaine. Ce dispositif renforcé complètera les mécanismes de contrôle déjà mis en place et insuffisamment documentés : validation des opérations par le directeur (avant ordonnancement) et par l'agent comptable (avant règlement), rapprochements quotidiens des flux, des soldes financiers et des stocks de titres (réalisés par le service financier et l'équipe comptable), contrôles opérés par les établissements conservateurs et par le dépositaire principal des OPCVM dans le cadre de leurs obligations contractuelles à l'égard de la CAVP.

Observation de la mission :

La réponse surestime le niveau de contrôle interne existant et fait état de contrôles dont le rapport a montré la faiblesse. Formaliser l'existant ne suffira pas à remédier aux lacunes décrites par la mission dans le rapport.

4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT EST MARQUEE PAR LE NON RESPECT DE L'ALLOCATION STRATEGIQUE, LA PRESENCE D'INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION ET UN CADRE DEONTOLOGIQUE GRANDEMENT PERFECTIBLE

[19] La caisse dépasse de manière durable les marges – déjà larges – ouvertes par l'allocation stratégique, sans que la question de la pertinence de cette dernière dans ce nouveau contexte soit posée. Aussi, le peu de contraintes posées par la politique de placement ne sont pas respectées. Elle a justifié ce fait par les caractéristiques particulières de la crise financière en cours et noté, ce que la mission ne conteste pas, que les évolutions faites l'ont été dans le sens de placements moins risqués. Toutefois, ces conditions auraient dû conduire le conseil d'administration à modifier l'allocation stratégique.

Réponse de l'organisme :

§ 19 : Les dépassements de marges d'allocation tactique relevés par la mission ont été motivés, dans un contexte de crise financière d'une exceptionnelle gravité, par la volonté de réduire significativement le poids des actions en portefeuille. Dans le contexte de crise durable des marchés, nous revendiquons le non-respect de l'allocation stratégique (voir également nos réponses aux paragraphes 9 et 10). Cette stratégie a été présentée devant le Conseil d'administration qui a adopté, en décembre 2008, une résolution autorisant la Direction à maintenir une exposition actions inférieure à la limite basse des marges d'allocation tactique.

Observation de la mission :

La réponse confirme les dépassements des marges relevés par la mission, elle confirme aussi la faible intervention du CA, à la suite d'une crise de cette ampleur le minimum aurait été de revoir en CA l'ensemble de l'allocation stratégique et non de faire valider un dépassement des marges. Le sujet est en lien étroit avec l'absence de définition d'une véritable politique de placement qui doit, en particulier déterminer les cas exceptionnels de dérogation et les modalités associées. La réponse témoigne de la volonté de la caisse de ne rien changer à ses pratiques c'est-à-dire de laisser une carte blanche au président et à la direction dans la gestion du portefeuille.

[20] Sur le plan réglementaire, la caisse détient au travers d'OPCVM une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct. Certains de ces OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de spéculation ou de surexposition en violation de l'esprit des dispositions du décret n°1314 du 25 octobre 2002 modifié. De même, un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change contraire aux limites imposées par le décret de 2002 et rend la vérification de cette contraintes impossible. L'usage des OPCVM conduit également à contourner les obligations réglementaires en matière de localisation géographique des investissements. En l'occurrence, la caisse s'expose à des émetteurs et à des devises situés dans des pays dits « émergents » (Inde, Malaisie, Turquie, Colombie, Russie, Pérou, etc.). Certains fonds sont souscrits dans un but de pure spéculation, c'est en particulier le cas des fonds de gestion alternative mettant en œuvre des stratégies dites de *hedge funds* et d'un fonds investissant à l'origine dans des produits structurés. Au-delà de leur caractère particulièrement risqué, les produits structurés sont des produits complexes nécessitant des compétences en matière de valorisation et de gestion des risques dont la caisse ne dispose pas.

Réponse de l'organisme :

§ 20 : La mission analyse le portefeuille de la CAVP à la lumière de sa propre interprétation de la réglementation. Il n'est stipulé nulle part dans le décret n°2002-1314 que la gestion des OPCVM doit obéir aux mêmes règles et limites que la gestion d'actifs détenus en direct. L'utilisation des produits dérivés devait faire l'objet d'un arrêté (expressément prévu par le décret du 25 octobre 2002) qui n'a jamais été publié...

Observation de la mission :

La mission n'a pas « interprété la réglementation », elle note, ce qui n'est pas contredit, que la caisse détient dans ses fonds une forte proportion d'actifs que pour des raisons prudentielles elle ne serait pas en mesure de détenir en direct.

Réponse de l'organisme :

La CAVP n'a aucune volonté de favoriser les gestions les plus agressives par un usage immodéré des dérivés mais a celle, plus simplement, de permettre une utilisation raisonnable de produits caractérisés par une liquidité qui ne s'est pas démentie au plus fort de la crise. La mission évoque des investissements réalisés sur les fonds de gestion alternative ou sur la dette publique de pays émergents. Nous maintenons qu'aucune disposition réglementaire ne fait obstacle à la mise en œuvre de ces stratégies, que les véhicules sélectionnés sont gérés selon des limites de risque raisonnables et que chacune des poches de diversification ainsi constituée a généré une performance positive pour la CAVP dans un contexte particulièrement difficile. Ces poches de diversification représentent des encours marginaux à l'échelle de la caisse et l'exposition aux devises mentionnées par la mission est très largement inférieure au ratio de non congruence monétaire prévu par la réglementation.

Observation de la mission :

La caisse affirme et a recours à des arguments d'autorité mais ne démontre pas. Les points longuement développés par la mission dans le corps du rapport (et non la présente synthèse) ne sont pas contredits précisément. Pour ce qui est des aspects réglementaires, la caisse prend clairement le parti d'une lecture « à la lettre » du décret de 2002. La mission ne voulant tomber ni dans l'exégèse ni dans la téléologie n'utilise pas des mots tels que « placements non conformes » mais plutôt « placements non éligibles à une détention en direct ». Toutefois, si la caisse prône une lecture stricte de la réglementation, la mission l'invite à relire avec attention l'article R. 623-6, renvoyant au code monétaire et financier, qui interdit explicitement l'usage des fonds dédiés. La lecture de la caisse conduirait donc à considérer qu'au moins 48 % de ses placements mobiliers (les fonds dédiés) sont non conformes à la réglementation.

Réponse de l'organisme :

La caisse dispose de toute la compétence technique pour juger de l'opportunité d'investir sur tel ou tel produit dérivé et pour en apprécier les risques. La valorisation de ces actifs est confiée au gestionnaire comptable des fonds (fonction exercée par la société de gestion ou déléguée auprès d'un établissement spécialisé) dont c'est la responsabilité, comme le prévoit la réglementation OPCVM.

Observation de la mission :

La mission maintient que la caisse ne détient pas les compétences nécessaires pour des produits aussi complexe, la caisse l'admet d'ailleurs dans ses propres réponses ainsi en réponse à l'observation 378 portant sur la détention de reverse convertible au travers du fonds SOGEPHARMA REVERSE elle indique « Si la caisse a fait le choix de déléguer la gestion à AMUNDI (...) c'est bien parce qu'elle était consciente de ne pas avoir en interne la capacité de valoriser ce type de produit ».

- [21] Par conséquent, 80 % des OPCVM audités par la mission, représentant 60 % de la valeur nette comptable auditée et 16 % du portefeuille total, soit 982 M€, ne sont pas éligibles à une détention directe. Nonobstant les considérations réglementaires, la mission constate que la CAVP détient des actifs de nature risquée sans lien avec son « passif » qui peuvent peser sur l'équilibre des régimes.

Réponse de l'organisme :

§ 21 : C'est bien pour cette raison que nous investissons dans le cadre d'OPCVM en accord avec les dispositions du décret n°2002-1314 qui précise bien quels actifs peuvent être détenus en direct ou via des fonds.

Observation de la mission :

Le décret de 2002 ne précise pas quels actifs peuvent être détenus en direct ou via des fonds. Il est imprécis sur le fait de savoir s'il s'applique aux fonds détenus. Cependant, comme évoqué supra, si la caisse souhaite lire le décret à la lettre, 48 % de ses placements mobiliers apparaissent comme non conformes à la réglementation. La caisse n'investit donc pas, si l'on retient sa propre lecture, en accord avec les dispositions du décret n°1314 comme elle le prétend. Ce point illustre le peu de suivi qui est fait de la réglementation.

Réponse de l'organisme :

Tous les actifs exposent leur détenteur à un certain niveau de risque y compris la dette souveraine européenne libellée en euros. Une stratégie alternative de type long/short equity présente un beta sans commune mesure avec celui d'un fonds directionnel actions qui présenterait tous les critères d'éligibilité voulus par la mission. L'existence d'un lien avec le passif ne peut pas être appréciée ligne à ligne. Les portefeuilles cibles comportent tous une poche de diversification.

Observation de la mission :

L'affirmation gagnerait à être explicitée. Le « bêta » n'est qu'un indicateur parmi tant d'autres. La caisse n'évoque pas en particulier l'effet de levier important introduit pas la vente à découvert sous jacente à la stratégie, vente à découvert qu'elle n'est pas autorisée à pratiquer en direct au demeurant. Si l'adossement actif-passif ne peut s'apprécier pleinement « ligne à ligne », toute ligne doit cependant concourir à sa bonne réalisation à la fois en termes de rendement, de risques, d'adossement, de durée.... Le concours d'une stratégie de hedge fund n'est pas démontré par la caisse alors que les risques sont clairement identifiés par la mission dans le rapport.

[22] La caisse ne respecte pas le code des marchés publics dans la sélection des fonds dédiés alors que ceux-ci ne sont pas des instruments financiers bénéficiant d'une dérogation.

[23] Les règles déontologiques sont insuffisantes au regard du risque particulier que court la caisse, du faible suivi des frais et de l'inexistence des procédures et du contrôle interne. En la matière, le règlement financier ne prévoit que des obligations déontologiques minimalistes et ne définit pas les limites déontologiques à des situations courantes comme les invitations à des déjeuners, des soirées, des séminaires ou des voyages. Il ne fixe pas plus de limite aux cadeaux qui pourraient être proposés. Rien n'est dit des conséquences éventuelles pour quelqu'un qui enfreindrait ces dispositions. Or cadeaux et voyages sont régulièrement acceptés par des personnels de la caisse.

Réponse de l'organisme :

§ 23 : Le code de déontologie de la CAVP annexé au règlement financier a été approuvé sans réserve par la tutelle. Pour le rendre plus exigeant, une nouvelle rédaction sera proposée courant 2013. Les insinuations contenues dans ce paragraphe comme la tonalité employée sont absolument inacceptables. Les membres de la Direction refusent la quasi-totalité des invitations aux soirées, séminaires ou voyages d'étude. Les déjeuners que la mission semble assimiler à des loisirs n'ont aucun caractère récréatif.

Observation de la mission :

Ce point est traité aux observations 407 à 424 du rapport et 1283 à 1303 des annexes auxquelles il n'est apporté aucune contradiction si ce n'est l'engagement de préciser et développer un code de déontologie intégrant les différents points soulevés. La mission n'a rien « insinué », elle a établi que, parmi les voyages déclarés (et donc sans garantie d'exhaustivité) certains sont très clairement de nature « récréative ». C'est le cas d'un séjour de deux jours pendant la feria de Séville comportant une présentation de caractère général de 3h et une prolongation à titre privée dont le financement n'est pas documenté. C'est aussi le cas d'un séjour de trois jours en Inde comportant des visites d'entreprise à l'heure du déjeuner, et un meeting d'une heure avec une société de gestion mais dont la visite guidée de Mumbai, celle du Taj Mahal et du fort d'Agra pendant une journée ne présenterait un caractère professionnel que pour un professionnel du tourisme. Le ton de la réponse faite par la caisse contraste avec l'absence de contradiction apportée aux constats et avec l'engagement pris de mettre en œuvre l'ensemble des recommandations de la mission.

- [24] Au total, compte tenu des modalités de choix des gestionnaires de fonds qui font largement part à la personnalité des gérants et à des appréciations qualitatives portées sur leur gestion, de la faible supervision du niveau des frais que ceux-ci facturent (8,5 M€ en 2009), la mission estime que les risques inhérents liés à des liens particuliers avec des gérants sont plus élevés à la CAVP que dans un contexte de gestion plus maîtrisé.

Réponse de l'organisme :

§ 24 : Si la qualité des process et la compétence des gérants sont déterminants, la CAVP s'appuie sur la base de données Europerformance (2 accès au service financier) pour analyser les résultats des OPCVM en amont des souscriptions. Pour les FCP dédiés les plus récemment ouverts (fonds de portage obligataire à maturité), la sélection a été opérée parmi les établissements disposant d'une réelle expertise en matière d'analyse crédit sur la base du seul critère du niveau des frais de gestion. Les droits de garde et les frais de middle-office prélevés par les établissements détenteurs des comptes de la CAVP sont contrôlés avant chaque règlement. Les frais de gestion des OPCVM sont audités par le commissaire aux comptes de chaque véhicule qui détermine le montant moyen annuel tout chargement confondu (indicateur reporté dans la statistique du prospectus) sous sa propre responsabilité. L'existence supposée de liens « particuliers » avec des gérants est gratuite et naturellement non démontrée.

Observation de la mission :

Comme l'organisme le sait la maîtrise des risques est un des éléments important de la gestion, et la raison de l'existence d'un contrôle interne. La faiblesse du suivi des frais, la diversité des niveaux de frais acceptés pour des actifs de même nature constatées par la mission et à laquelle il n'est pas répondu, la portée réelle du contrôle du commissaire aux comptes de chaque véhicule (qui porte sur la réalité comptable de la dépense et non sur la pertinence de son niveau au regard du service rendu) conduisent la mission à maintenir que les risques liés à des liens particuliers avec des gérants que connaissent tous les organismes gérant des placements ne sont pas compensés pour la CAVP par un contrôle interne approprié et des règles déontologiques solides. L'observation est donc maintenue.

Sommaire

SYNTHESE	3
RAPPORT	19
1. LA CAVP PRESENTE LA PARTICULARITE DE GERER 6 MDS DE RESERVES POUR L'ESSENTIEL CONSTITUEES AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU VOLET PAR CAPITALISATION DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES PHARMACIENS	19
1.1. <i>La CAVP gère trois régimes de retraite ; le principal comporte un volet en répartition et des classes facultatives gérées comme un régime par capitalisation.....</i>	19
1.2. <i>Le résultat global est déterminé par le résultat financier.....</i>	23
1.3. <i>La nature des placements a évolué en réaction à la crise financière et, fin 2011, les plus- values latentes hors immobilier sont nulles.....</i>	28
1.4. <i>Le nombre de titres et de fonds s'accroît au sein d'une gestion déléguée qui reste très importante.....</i>	36
1.5. <i>Le portefeuille est marqué par la volatilité des rendements.....</i>	38
2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT NE DEFINIT NI LES OBJECTIFS NI LES CONTRAINTES DE LA GESTION FINANCIERE	44
2.1. <i>Les études sur lesquelles se fondent les allocations stratégiques d'actifs posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes</i>	44
2.2. <i>Pourtant le règlement financier ne définit ni la politique de placement au regard des besoins des régimes ni les niveaux de risque acceptés.....</i>	47
2.3. <i>La modélisation financière, complète, est toutefois fondée sur des hypothèses parfois excessivement optimistes et peut conduire à des politiques de revalorisation des retraites au détriment de l'équilibre des régimes</i>	49
2.4. <i>Bien que les recommandations du cabinet de conseil soient en ligne avec les analyses conduites, les larges fourchettes encadrant les allocations stratégiques ne sont pas justifiées..</i>	54
2.5. <i>La caisse n'a pas formellement défini une politique immobilière et en fin de période celle- ci paraît surtout répondre à l'objectif de dégager des plus-values.....</i>	56
3. LA FAIBLE GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE NE PERMETTENT PAS A LA CAISSE DE MAITRISER SES RISQUES	59
3.1. <i>La gouvernance est faible et la direction n'est, s'agissant des placements, pas réellement contrôlée.....</i>	59
3.2. <i>Les placements sont gérés par une équipe réduite qui dans ses choix donne la priorité au rendement</i>	70
3.3. <i>Les relations avec les gestionnaires externes sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision.....</i>	75
3.4. <i>La caisse ne respecte pas l'obligation qui lui est faite d'appliquer le code des marchés publics</i>	86
3.5. <i>La caisse utilise un référentiel comptable non adapté et les procédures sont perfectibles .</i>	87
3.6. <i>Si un dispositif de contrôle interne en matière de placements est prévu par le règlement, celui-ci n'est pas mis en place.....</i>	92

4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT EST MARQUEE PAR LE NON RESPECT DE L'ALLOCATION STRATEGIQUE, LA PRESENCE D'INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION ET UNE DEONTOLOGIE GRANDEMENT PERFECTIBLE	99
4.1. La caisse dépasse de manière durable les marges - déjà larges - ouvertes par l'allocation stratégique, sans que la question de la pertinence de cette dernière dans ce nouveau contexte soit posée	99
4.2. La caisse détient au travers de fonds une forte proportion d'actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct.....	99
4.3. L'immobilier a vu son rendement réduit par la situation d'un immeuble	111
4.4. La CAVP détient des actifs de nature risquée sans lien avec son « passif » pouvant peser sur l'équilibre des régimes	114
4.5. Les règles déontologiques sont insuffisantes au regard du risque particulier que court la caisse, du faible suivi des frais et de l'inexistence des procédures et du contrôle interne.....	119
LISTE DES RECOMMANDATIONS	125
LISTE DES ANNEXES	131
ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION.....	133
ANNEXE 2 : METHODE ET LISTE DES PERSONNES RENCONTREES.....	135
ANNEXE 3 : LES REGIMES GERES PAR LA CAISSE.....	137
ANNEXE 4 : REVUE ANALYTIQUE DES COMPTES	161
ANNEXE 5 : COMPTABILITE ET CONTROLE INTERNE.....	173
ANNEXE 6 : REVUE ANALYTIQUE DES ETATS DETAILLES DE PLACEMENTS.....	183
ANNEXE 7 : EXPLOITATION DES DONNEES INTERNES DE SUIVI DE LA PERFORMANCE	199
ANNEXE 8 : ETUDES VISANT A DEFINIR LES ALLOCATIONS STRATEGIQUES D'ACTIFS.....	203
ANNEXE 9 : ANALYSE TECHNIQUE ET JURIDIQUE DES OPCVM.....	223
ANNEXE 10 : IMMOBILIER	271
ANNEXE 11 : GOUVERNANCE.....	285
ANNEXE 12 : EXPLOITATION DES DONNEES D'OPERATIONS.....	299
ANNEXE 13 : REGLEMENT FINANCIER ET POLITIQUE DE PLACEMENT	311
ANNEXE 14 : SUIVI DES FRAIS DE GESTION DES FONDS DETENUS PAR LA CAISSE	319
ANNEXE 15 : DEONTOLOGIE	325
ANNEXE 16 : LE SUIVI DES FRAIS DE GESTION DES FONDS DETENUS PAR LA CAISSE	329

Rapport

- [25] Dans le cadre d'un contrôle général des placements des organismes de retraite complémentaire (cf. lettre de mission en annexe 1), une mission composée de Paulo GEMELGO et Pascal PENAUD a procédé au contrôle de la Caisse d'Assurance Vieillesse des Pharmaciens (CAVP). Ce contrôle a porté sur les exercices 2006 à 2011.
- [26] Les investigations sur pièces et sur place ont eu lieu entre le 24 avril et le 30 juillet 2012. La réunion de restitution a eu lieu le 6 septembre 2012. La méthode de travail employée et la liste des personnes rencontrées figurent en annexe 2.

Réponse de l'organisme :

§ 2 : La mission s'est en réalité prolongée jusqu'à la mi-septembre, comme le montrent les courriels échangés avec les inspecteurs. La réalisation d'un tel contrôle représente une charge de travail considérable pour une institution comme la CAVP. Dans le cadre précis de cet audit, la caisse a consacré plusieurs dizaines de journées-hommes à la participation aux entretiens avec les inspecteurs, à la préparation de la documentation, à la correspondance par courriels et à la rédaction des réponses au rapport provisoire. Notons également que ce contrôle a nécessité la participation très majoritaire de cadres qui ont fait preuve d'une grande disponibilité pour répondre aux demandes de la mission.

Observation de la mission :

Exact car les investigations sur pièce et sur place sont suivies par la phase de rédaction du rapport pour laquelle il est normal de solliciter la caisse pour obtenir des précisions. Le rapport a été complété pour préciser la date de la réunion de restitution. La charge de travail pour la caisse est dans la normale pour un contrôle de ce type, la disponibilité des personnes rencontrées n'a pas présenté de caractère particulier.

1. LA CAVP PRESENTE LA PARTICULARITE DE GERER 6 MDS DE RESERVES POUR L'ESSENTIEL CONSTITUEES AFIN D'ASSURER LA SOLVABILITE DU VOLET PAR CAPITALISATION DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE DES PHARMACIENS

1.1. La CAVP gère trois régimes de retraite ; le principal comporte un volet en répartition et des classes facultatives gérées comme un régime par capitalisation

- [27] Instituée par les articles L. 621-2 et R. 641-6 du code de la sécurité sociale, la CAVP assure la gestion de trois régimes de retraite et d'un régime de prévoyance dont la description précise figure en annexe 3.
- [28] L'importance des placements gérés par la CAVP s'explique par la coexistence au sein du régime de retraite complémentaire d'un volet obligatoire et de classes facultatives pour lesquelles la caisse met en réserve l'ensemble des « engagements » dans une logique de capitalisation.
- [29] La CAVP gère, en tant que section de la CNAVPL, le régime d'assurance vieillesse de base des pharmaciens. Elle est en charge de l'appel et du recouvrement des cotisations du régime d'assurance vieillesse de base auprès de ses affiliés ; de la liquidation et du service des prestations du régime d'assurance vieillesse de base ainsi que des opérations nécessaires à l'exercice de ces missions. Les réserves dont elle dispose à ce titre sont une avance de trésorerie de la CNAVPL.
- [30] La CAVP assure, pour son compte propre, la gestion :

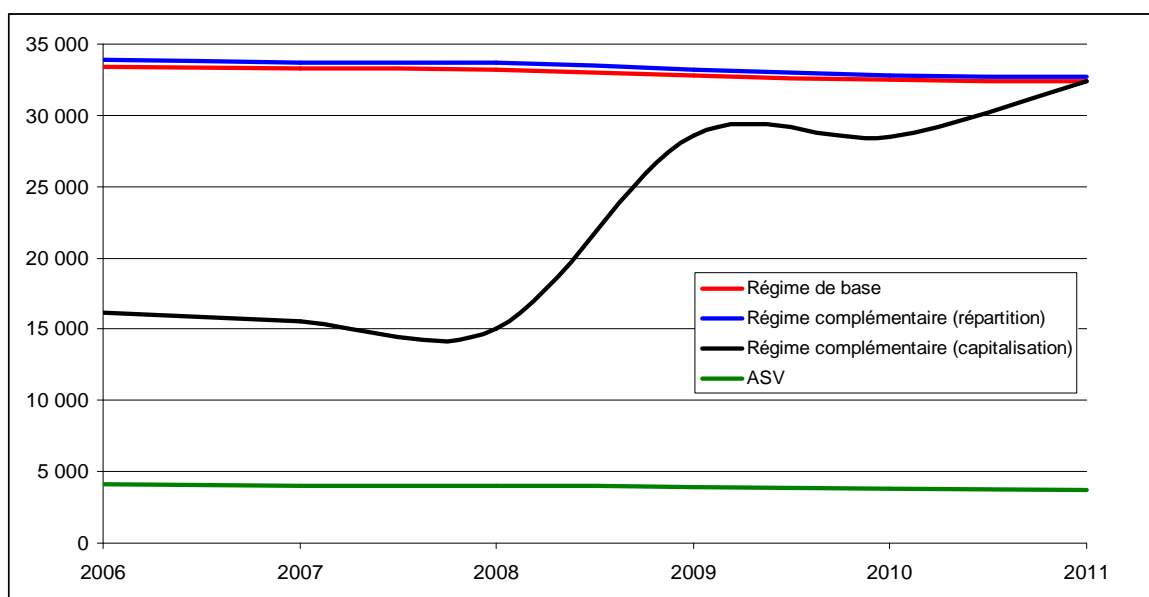
- du régime complémentaire d'assurance vieillesse des pharmaciens libéraux ;
- du régime des prestations supplémentaires de vieillesse des directeurs de laboratoires privés d'analyses médicales non médecins conventionnés⁵ (ASV) ;
- du régime invalidité décès⁶ des pharmaciens libéraux (RID).

[31] Au 31 décembre 2011, la caisse compte 56 667 affiliés dont 32 694 pharmaciens actifs, 18 072 pharmaciens retraités et 5 901 ayants droit. Les pharmaciens officinaux représentent 88,5 % des affiliés, le reliquat étant constitué des pharmaciens biologistes (cf. éléments plus détaillés en annexe 3).

[32] Mis à part le volet du régime complémentaire géré selon les techniques de la capitalisation, les régimes d'assurances vieillesse gérés par la caisse sont marqués par une lente érosion du nombre de cotisants et une progression continue du nombre de retraités. La réforme de 2010 repoussant de deux ans l'âge de liquidation au taux plein viendra atténuer ce dernier phénomène.

[33] Le régime des liquidations est soutenu par le succès des formules de cumul emploi-retraite qui intéressent un nombre croissant de pharmaciens et par la crainte d'une remise en cause du dispositif relatif aux plus-values de cession (dispositif légal destiné à favoriser la transmission d'entreprise).

Graphique 1 : Cotisants



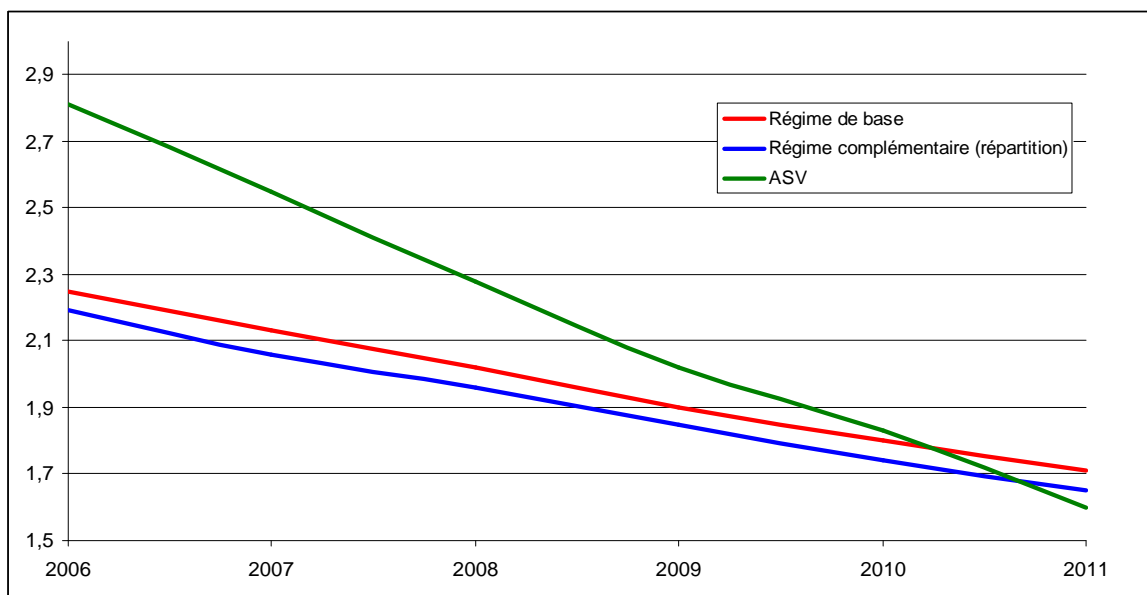
Source : CAVP.

[34] Les rapports démographiques sont en constante diminution selon une tendance relativement constante. Cette tendance est toutefois plus marquée en ce qui concerne le régime ASV. Compte tenu de la dégradation de la situation démographique de ce régime et des incertitudes entourant l'évolution du nombre de biologistes libéraux, de nouvelles études ont été réalisées en 2011 pour améliorer l'équilibre du régime et repousser la date d'extinction des réserves (cf. Annexe 3).

⁵ Décret n° 81-1046 du 24 novembre 1981 modifié.

⁶ Décret n°60-664 du 4 juillet 1960 modifié.

Graphique 2 : Evolution du rapport démographique



Source : CAVP.

- [35] Entre 2006 et 2011, le nombre des cotisants au volet par capitalisation du régime complémentaire d'assurance vieillesse a doublé sous l'impulsion de l'obligation de cotiser en classe trois à compter de 2009 tandis que le nombre de retraités de droit direct augmentait de 30 %. Le nombre de cotisants en capitalisation s'établit à 32 366 à fin 2011, représentant 99 % des pharmaciens affiliés en répartition contre 86 % au 31 décembre 2010.
- [36] La répartition des affiliés par classe s'établit comme suit. La croissance des effectifs cotisants s'est faite au profit de la classe 3 qui passe de 24 % à 70 % des adhérents

Tableau 2 : Evolution de la répartition des adhérents par classe de capitalisation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Classe 3	24 %	24 %	25 %	63 %	64 %	70 %
Classe 5	20 %	19 %	19 %	10 %	10 %	8 %
Classe 7	15 %	16 %	16 %	8 %	8 %	7 %
Classe 9	14 %	13 %	13 %	6 %	6 %	5 %
Classe 11	5 %	6 %	5 %	3 %	2 %	2 %
Classe 13	22 %	22 %	22 %	11 %	10 %	8 %

Source : CAVP.

- [37] Le régime complémentaire d'assurance des pharmaciens libéraux est un régime unique qui présente la particularité de comporter deux volets : l'un en répartition (RCR) et l'autre en capitalisation (RCC). Jusqu'au décret n° 2008-1499 du 23 décembre 2008, ces deux volets coïncidaient également avec une part obligatoire et des classes facultatives. Toutefois, le décret du 23 décembre 2008 a introduit le principe d'une affiliation obligatoire en classe 3 (la première classe facultative gérée en capitalisation, anciennement facultative) pour l'ensemble des ressortissants du régime complémentaire à compter du 1^{er} juillet 2009. De fait, la cotisation peut être décomposée en une partie facultative gérée par capitalisation et une partie obligatoire dont une fraction seulement est gérée en répartition (cf. annexe 3).

[38] La caisse présente souvent dans ses documents les deux volets comme s'il s'agissait de deux régimes différents dont elle calcule le résultat et auxquels elle associe des réserves. Toutefois, il y a bien une unicité juridique et la garantie individuelle des droits constitués pour la partie facultative est un « engagement » pris par la caisse dans son cadre statutaire et non une obligation externe comme celle qui peut peser sur un organisme d'assurance offrant une rente en capitalisation. De la même manière les réserves sont présentées comme cantonnées par régime et par volet ; toutefois ce cantonnement est une présentation de pilotage et de gestion opportune mais pas une contrainte externe (Cf. annexe 3 et 5 comptabilité pour une analyse approfondie).

[39] **La conformité de ce dispositif au droit européen n'a pas été auditée.**

[40] Les réserves constituées pour couvrir les « engagements » nés du volet géré en capitalisation du régime constituent l'essentiel des placements de la caisse : 5 Mds € sur les 6 Mds € en valeur comptable des réserves de la CAVP.

Tableau 3 : Décomposition des réserves au 31.12.2011 (M€)

Régime	Sigle	Valeur nette comptable	Valeur de réalisation
Régime vieillesse de base	RBA	4,4	4,4
Régime complémentaire :			
volet géré en répartition	RCR	851	888
Volet géré en capitalisation	RCC	5 046	5 342
Régime invalidité décès	RID	89	94
Régime ASV	ASV	25	26
Total hors régime vieillesse de base		6 011	6 335

Source : CAVP Comptes.

[41] L'existence et la forme de la partie du régime de retraite géré en capitalisation appellent deux remarques majeures. D'une part, la particularité des classes de cotisation gérées en capitalisation conduit à la constitution de réserves importantes. En l'absence de cadre prudentiel imposé par la réglementation approprié au volet par capitalisation du régime sa gestion technique a conduit la caisse à introduire dans ses statuts des dispositions de nature prudentielle inspirées du code des assurances. Ce point essentiel fait l'objet de développements dans les parties suivantes.

[42] D'autre part, la nature facultative que présentent les cotisations au-delà d'un certain niveau amène la caisse sur un terrain qui peut surprendre *a priori*. Tout comme un organisme d'assurance vie est incité à revaloriser les versements et les niveaux de rente sous l'effet de la pression concurrentielle, la CAVP, de par la nature facultative de certaines classes se trouve dans une situation comparable ou, du moins, affirme s'y trouver. Ainsi, tout comme un assureur privé, la CAVP affiche la volonté de mettre en œuvre une gestion lui permettant de revaloriser les versements de ses affiliés et les rentes de ses retraités. Les statuts de la caisse font d'ailleurs référence à ces notions. Le conseil d'administration détermine chaque année en fonction des résultats techniques et financiers réalisés et des réserves disponibles un taux dit « de revalorisation⁷ » qui sera appliqué aux capitaux accumulés sur les comptes individuels fictifs. Les pensions en cours de service sont revalorisées chaque année en rapportant la performance distribuée au taux d'actualisation retenu pour calculer « l'engagement » des différentes générations d'allocataires. Chaque année, les intérêts sont intégrés au capital. Le taux de capitalisation, net de tous frais, a atteint 3,40 % en 2010, 3,80 % en 2009, 4,00 % en 2008, 4,45 % en 2007.

⁷ La revalorisation, provenant des produits financiers excédant les rendements anticipés, sera d'autant plus élevée que le taux technique est faible.

- [43] Un mode de gestion conférant une telle importance à la revalorisation des capitaux fait peser de lourdes contraintes sur les placements en termes de performance. La caisse elle-même se compare aux organismes assureurs et suit régulièrement les taux que ces derniers versent à leurs assurés. La mission s'est ainsi attachée à savoir si de telles contraintes et objectifs n'incitent pas la caisse à se lancer dans une course à la performance au détriment des exigences en matière de sécurité qui sont attendues d'une caisse de retraite.

Encadré : réserves et placements

D'un point de vue comptable, les placements financiers des caisses de sécurité sociale sont des éléments d'actif, ventilés entre les postes « immobilisations financières », « immobilisations immobilières » et « valeurs mobilières de placement » en fonction de leur nature mobilière ou immobilière et de leur horizon de détention. Sont aussi à l'actif les loyers non échus et coupons courus (poste « autres créances »).

Les réserves sont des éléments de passif figurant parmi les capitaux propres : cette ressource peut *a priori* être utilisée selon plusieurs modalités : achat de matériel informatique ou de logiciels, matériel de bureau, œuvres d'art, etc... L'article R. 623-2 du code de la sécurité sociale lie réserves (ressource au passif) et placements (emploi à l'actif) : « *les fonds des caisses nationales et de base ou sections professionnelles affectés aux réserves des risques gérés ne peuvent être placés que sous la forme des actifs énumérés* » à l'article précité.

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

1.2. Le résultat global est déterminé par le résultat financier

- [44] La présentation des comptes met l'accent sur une présentation détaillée par « régime », parfois au détriment de la présentation globale des comptes, même si on note une amélioration au cours du temps sur ce point (cf. tableau 3). Le compte de résultat global n'est fourni que depuis 2008 et les soldes intermédiaires de gestion depuis 2009.
- [45] La présentation de la situation globale de la caisse qui en découle n'est que rarement faite.

Tableau 4 : Documents globaux figurant dans les comptes inclus dans les rapports d'activité

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bilan	■	■	■	■	■	■
Compte de résultat global			■	■	■	■
Calcul des soldes intermédiaires de gestion				■	■	■
Comptes de résultats par régime	■	■	■	■	■	■
« Annexe »	■	■	■	■	■	■

Source : IGAS.

- [46] La mission a mené une analyse globale de la situation comptable et financière de la caisse à partir de la revue analytique des comptes (annexe 4) et de l'exploitation des états détaillés des placements (EDP) fournis (annexe 6).
- [47] La caisse connaît, depuis 2008, un résultat de gestion technique déficitaire. Le résultat financier diminue avec la crise financière en 2008 et 2011. Les résultats exceptionnels importants enregistrés en 2007 et 2011 sont dus dans le premier cas à la cession d'un immeuble, dans le second la cession d'un immeuble à une SCI dont la caisse est le seul porteur de parts ce qui permet de faire apparaître dans le résultat la plus-value auparavant latente, constatée au moment de la cession. Au total le résultat global dépend du résultat financier.

Tableau 5 : Les résultats globaux de la caisse (K€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Charges de gestion technique		548 342	603 655	542 426	566 240	584 865
Produits de gestion technique		504 648	556 224	495 882	510 551	549 223
Résultat gestion technique		-43 694	-47 431	-46 544	-55 689	-35 642
Charges gestion courante		23 202	22 957	22 588	23 397	22 612
Produits gestion courante		22 162	25 099	26 794	26 938	28 224
Résultat gestion courante		-1 040	2 142	4 206	3 541	5 612
Charges financières		14 556	151 601	91 567	15 994	106 380
Produits financiers		238 272	280 494	368 960	232 175	144 717
Résultat financier		223 716	128 893	277 393	216 181	38 337
Charges exceptionnelles		1 620	103	439	42	9 789
produits exceptionnels		25 039	430	634	421	84 140
Résultat exceptionnel		23 419	327	195	379	74 351
Impôts		1 728	3 060	9 185	7 197	8 237
Résultat net		200 672	80 872	226 065	157 214	74 424

Source : Comptes CAVP.

Réponse de l'organisme :

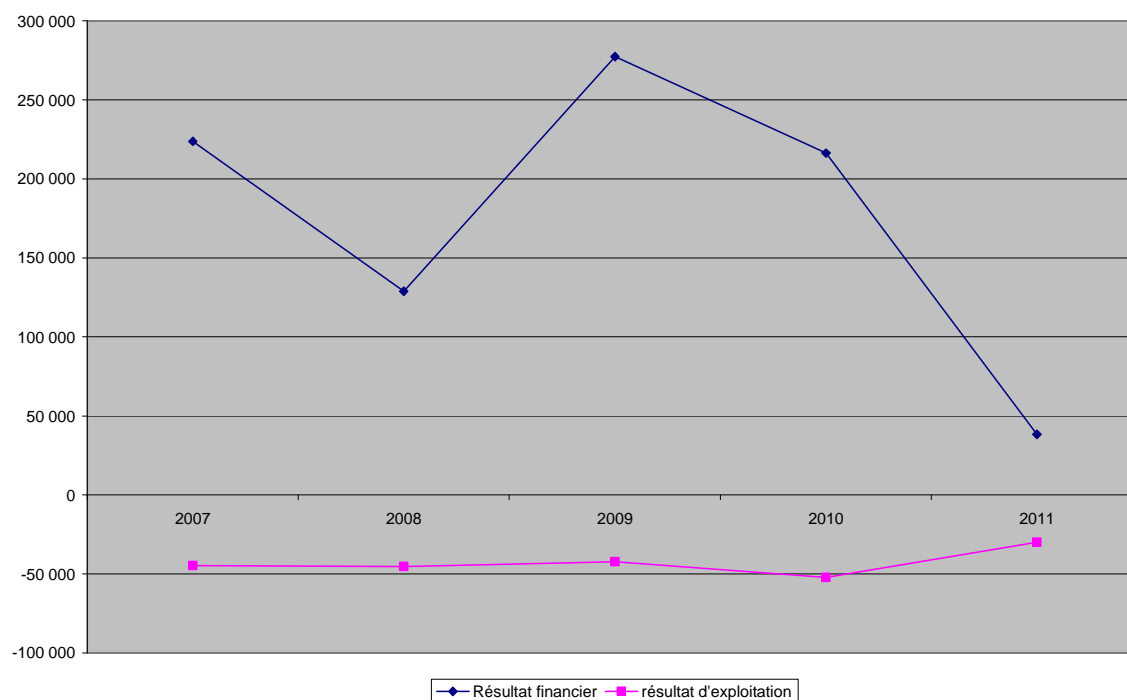
§ 4 : Les données comptables ont été fournies pour l'ensemble de la période sous revue. Nous ne comprenons pas la mention ND dans la colonne 2006.

Observation de la mission :

Les comptes 2006 s'ils comportent un bilan de la caisse ne comportent pas un compte de résultat global mais uniquement des comptes par régime. Se référant uniquement aux comptes tels que fournis par la caisse la mission n'a pu remplir cette colonne par lecture directe des comptes et n'a pas souhaité demander à la caisse de reconstituer un compte d'exploitation pour cette année.

[48] Le graphique ci-dessous retrace l'impact de cette double évolution.

Graphique 3 : Résultat financier et résultat exploitation K€ 2006-2011



Source : Comptes CAVP.

1.2.1. Les résultats par régimes traduisent cette évolution

[49] Les résultats sont présentés ci-après en reprenant la méthode de présentation de la caisse, c'est-à-dire en découpant le régime complémentaire entre son volet obligatoire et les classes facultatives. La mission n'a pas audité les choix d'affectation des coûts internes qui conduisent à l'absence faciale de coût de gestion administrative pour le volet par capitalisation, ceci n'ayant pas d'intérêt pour l'analyse de la politique de placement. Seuls sont présentés ici les résultats globaux, qui sont les seuls à être cohérents avec le total (cf. annexe 4 revue analytique des comptes) : en effet, sans que cela soit expliqué dans les documents soumis au conseil d'administration, le total des résultats financiers des régimes n'est pas égal au résultat financier global. Cette discordance de présentation ne porte pas sur des montants mineurs car la somme du résultat financier des régimes est en 2011 de 129,5 M€ alors que le résultat financier de la caisse est de 38,4 M€ (cf. annexe 4).

Réponse de l'organisme :

Les rapprochements entre les résultats des différents régimes et le résultat global vous ont été fournis le 2 août 2012 en réponse à votre demande sur ce sujet le 31 juillet (voir pièce jointe n°4).

Observation de la mission :

Certes il n'en demeure pas moins que les chiffres fournis aux administrateurs sont discordants sans d'ailleurs que ceux-ci aient fait de remarques. Observation maintenue

Tableau 6 : Résultats par « régime » 2006-2011 (K€)

	2007	2008	2009	2010	2011
Régime complémentaire par répartition	81 961	-24 343	91 698	49 929	-9 230
Régime complémentaire par capitalisation	111 910	106 291	122 134	97 415	82 266
Régime invalidité décès	8 686	-3 274	9 446	8 091	1 051
Régime ASV	-1 663	2 376	2 855	1 803	254
Action sociale	-221	-178	-69	-23	84
Total	200 673	80 872	226 064	157 215	74 425

Source : Comptes CAVP.

1.2.2. Les résultats financiers ont été sensiblement diminués en 2008 et surtout 2011

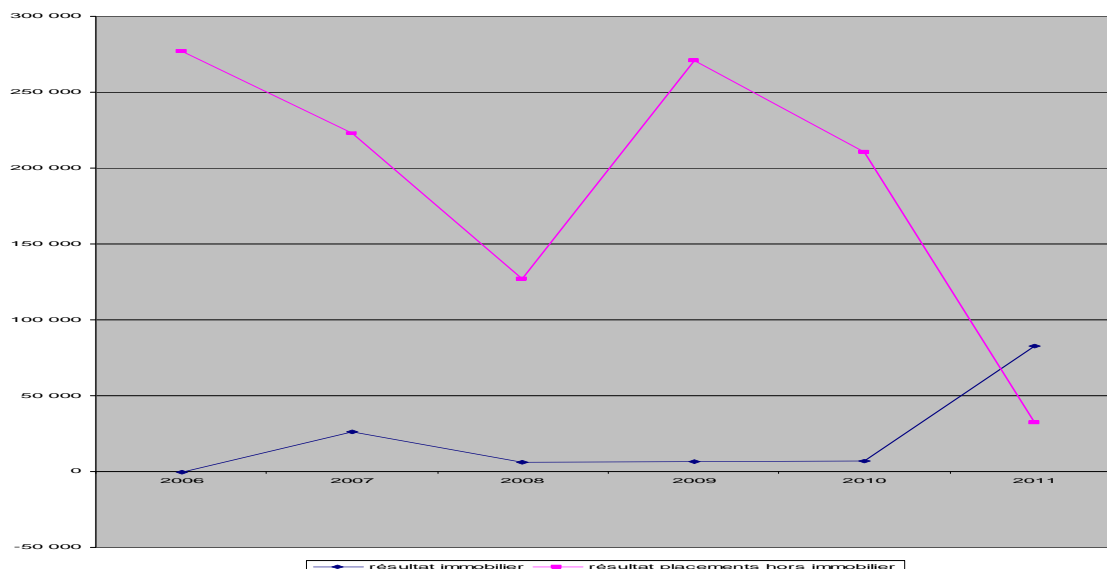
[50] Les résultats financiers sont conditionnés par ceux des placements non immobiliers ; les résultats significatifs de l'immobilier en 2007 et 2011 sont quant à eux dus à la constatation dans les comptes de plus-values latentes lors de la cession d'immeubles.

Tableau 7 : Evolution des résultats financiers (K€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Forêt et activités	51	178	73	46	113	90
Immobilier	-426	26 261	5 958	6 654	6 908	82 673
Placements	276 902	222 794	127 166	270 795	210 855	32 356
Total	276 527	249 233	133 197	277 495	217 876	115 119

Source : Comptes CAVP.

Graphique 4 : Evolution des composantes du résultat financier



Source : Comptes CAVP.

[51] On note évidemment la forte dégradation du résultat en 2011.

[52] La décomposition de ce résultat met principalement en évidence les évolutions suivantes :

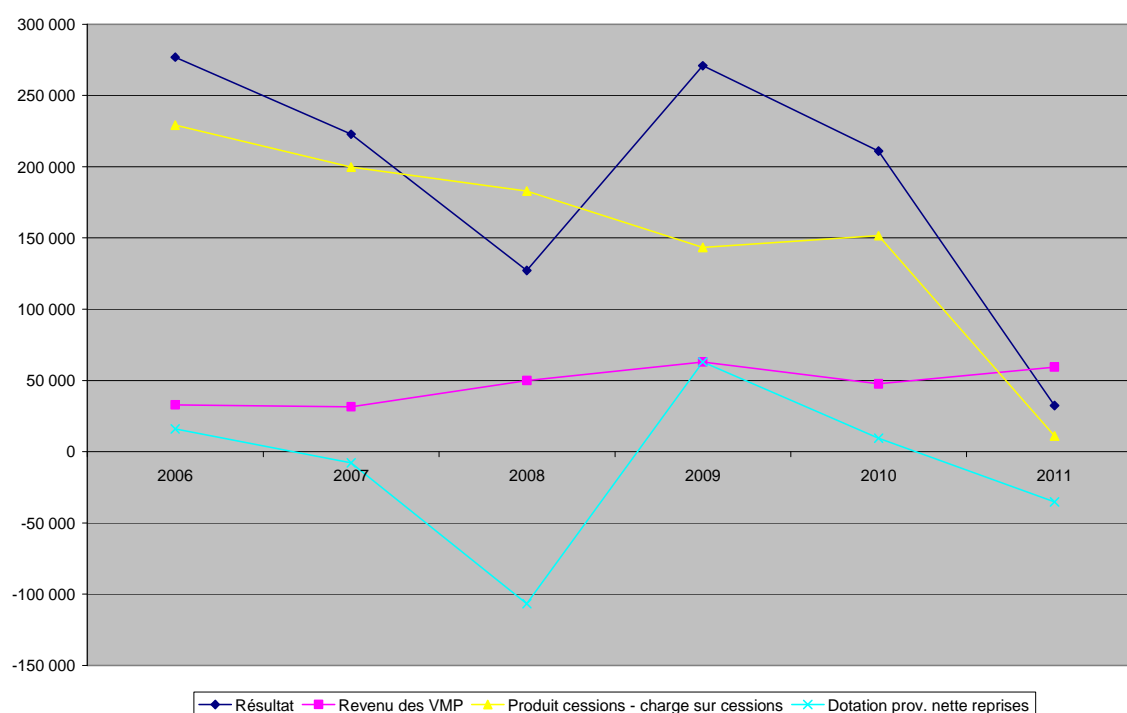
- Quasi-doublement des revenus des valeurs mobilières de placement qui renvoie au basculement du portefeuille vers des valeurs pour lesquelles la caisse cherche un rendement plus que des plus-values ;
- Diminution très importante des produits des cessions nets des charges qui traduit la disparition des plus-values latentes ;
- Impact de la crise sur le provisionnement sachant que celui-ci est diminué par l'utilisation des règles assurance (cf. *infra* et annexe 5 comptabilité)

Tableau 8 : Décomposition du résultat financier

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat	276 902	222 794	127 166	270 795	210 854	32 356
Revenu des VMP	32 804	31 526	49 959	63 078	47 631	59 508
Produit cessions - charge sur cessions	229 283	199 785	182 779	143 351	151 548	10 927
Dotation provision nettes reprises⁸	16 014	-7 727	-106 592	62 970	9 510	-35 116

Source : Exploitation comptes CAVP.

Graphique 5 : Décomposition du résultat financier



Source : Exploitation comptes CAVP.

⁸ Un signe négatif signifie que la dotation nette de reprise est une charge pour le compte de résultat ; à l'inverse, un signe positif signifie que les reprises de provisions ont excédé les dotations)

1.3. La nature des placements a évolué en réaction à la crise financière et, fin 2011, les plus-values latentes hors immobilier sont nulles

[53] La nature des réserves/placements de la caisse a sensiblement évolué depuis le début de la crise financière, le trait principal étant la diminution de la part des actions et l'évolution vers des produits obligataires.

1.3.1. La valeur de marché des placements a diminué en 2008 et en 2011

[54] Le tableau ci-dessous donne l'évaluation des titres immobilisés en valeur de marché au 31/12 (les données en valeur d'acquisition figurent en annexe 4).

Tableau 9 : Titres immobilisés en valeur de marché au 31/12 (millions euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	5 210	5 372	5 066	5 685	5 899	5 769

Source : Comptes CAVP.

1.3.2. La composition a fortement évolué à partir de 2008

[55] Les comptes montrent la forte diminution des actions cotées détenues en direct et des SICAV actions tandis que les SICAV obligataires et les obligations augmentent fortement. Les FCP diminuent mais restent la part essentielle du portefeuille.

Tableau 10 : Titres immobilisés en valeur de marché au 31/12 (millions euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Var 11-06
Total	5 210	5 372	5 066	5 685	5 899	5 769	+559
Actions cotées	434	408	192	211	184	156	-254
Actions de SICAV	296	368	105	248	407	527	+231
dont SICAV actions	63	72	17	17	20	26	-37
dont SICAV obligataire	29	0	12	115	358	395	+366
dont SICAV trésorerie	193	273	65	110	0	86	-107
FCP	4 345	4 370	4 007	4 183	4 077	3 695	-650
dont FCP dédiés	3 118	3 401	3 507	3 282	3 265	2 720	-398
dont FCP Trésorerie	839	558	389	697	369	549	-290
Obligations	136	224	762	1 043	1 061	1 220	+1084
Autres certificats de dépôts					160	160	+160

Source : Comptes CAVP.

[56] Le tableau ci-dessous gagne à être complété d'une ventilation selon les catégories réglementaires sur lesquelles s'appuient les règles portant sur les placements.

[57] La répartition du portefeuille par catégorie du décret varie peu selon qu'on l'analyse en valeur comptable ou en valeur de marché. On commentera ici les données en valeur de réalisation.

Tableau 11 : Catégories réglementaires

1	Obligations et autres valeurs émises ou garanties : Par l'un des Etats partie à l'EEE, ainsi que les titres émis par la CADES Par un organisme international à caractère public dont un ou plusieurs Etats membres de l'Union européenne font partie ; Par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics des Etats de l'EEE.
2	Obligations, parts de fonds communs de créances et titres participatifs admis aux négociations sur un marché reconnu autres que celles ou ceux visés au 1°.
3	Titres de créances négociables d'un an au plus rémunérés à taux fixe ou indexés sur un taux usuel sur les marchés interbancaires, monétaires ou obligataires et émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et dont des titres sont négociés sur un marché reconnu.
4	Bons à moyen terme négociables émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats
5	OPCVM investi en valeurs mentionnées aux 1°, 2°, 3° et 4°
6	Parts de FCPR
7	Actions et titres donnant accès au capital négociés sur un marché reconnu.
8	Actions et parts d'OPCVM autres que celles visées aux 5° et 6°
9	Droits réels immobiliers afférents à des immeubles situés sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE.
10	Parts ou actions des sociétés à objet strictement immobilier ayant leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE,
11	Prêts obtenus ou garantis par l'un des Etats de l'EEE, par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics de l'un des Etats de l'EEE.
12	Prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales ayant leur domicile ou leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE
13	Dépôts
14	Autre

Source : Décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non salariés des professions non agricoles

Tableau 12 : Portefeuille valeur de réalisation catégories réglementaires (€)

Catégorie réglementaire	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0	44,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1	63,8	58,0	110,9	172,7	156,1	241,7
2	71,9	166,0	651,2	869,8	904,8	978,3
3	0,0	0,0	0,0	0,0	160,0	160,0
5	2 185,6	2 631,6	2 642,2	2 785,2	2 353,2	2 269,0
6	7,9	10,9	11,6	15,7	40,1	55,4
7	433,9	408,8	193,3	213,9	184,1	158,3
8	2 568,9	2 279,9	1 533,7	1 730,1	2 186,5	1 984,8
10	0,1	0,0	0,0	0,0	8,4	9,2
Total	5 376,8	5 555,2	5 142,9	5 787,6	5 993,2	5 856,7

Source : Exploitation IGAS EDP.

- [58] La part des obligations (2) augmente fortement la suite de la crise de 2008 passant de 1,3 % en 2006 à 16,7 % en 2011. La part des OPCVM de taux (5) augmente jusqu'en 2008 et décroît depuis pour atteindre 38,7 % en 2011. Ces évolutions en sens contraire témoignent d'une évolution de la politique d'investissement en matière de produits de taux. L'expertise interne est ainsi utilisée au profit d'une détention directe par opposition à l'investissement via des OPCVM. La part des actions et OPCVM actions diminue de quinze points entre 2006 et 2011.
- [59] La caisse ne souscrit aucun BMTN ou EMTN ce qui traduit la volonté de ne pas investir en direct dans des produits structurés (en revanche, ces placements sont présents dans les fonds détenus cf. annexe 9).

Tableau 13 : Portefeuille en valeur de réalisation (%)

Catégorie réglementaire	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0⁹	0,8 %					
1	1,2 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	2,6 %	4,1 %
2	1,3 %	3,0 %	12,7 %	15,0 %	15,1 %	16,7 %
3	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,7 %	2,7 %
5	40,6 %	47,4 %	51,4 %	48,1 %	39,3 %	38,7 %
6	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,7 %	0,9 %
7	8,1 %	7,4 %	3,8 %	3,7 %	3,1 %	2,7 %
8	47,8 %	41,0 %	29,8 %	29,9 %	36,5 %	33,9 %
10	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

- [60] Le portefeuille est en 2006 composé à 89 % d'OPCVM obligataires et d'OPCVM action. Ces deux catégories demeurent dominantes en 2011 (72,6 %), ce qui montre l'importance de la gestion déléguée.
- [61] Les catégories 5 et 8 sont particulièrement larges et regroupent une trop grande typologie d'OPCVM pour permettre une analyse pertinente. L'exploitation des catégories AMF donne une vision plus détaillée du contenu du portefeuille.

⁹ Correspond à des titres non classés dans les catégories réglementaires donc a priori non détenables

Tableau 14 : Evolution du portefeuille selon les catégories AMF (M€)

Catégorie réglementaire		Catégorie AMF	N	2006	N	2007	N	2008	N	2009	N	2010	N	2011
0		diversifiés	3	25,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
0		obligations et titres de créance euros	1	19,3	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
1	obligations	"souveraines"	12	63,8	10	58,0	11	110,9	14	172,7	12	156,1	15	241,7
2		"autres émetteurs"	27	71,9	43	166,0	96	651,2	115	869,8	116	904,8	121	978,3
3		TCN plus un an	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	8	160,0	8	160,0
5	OPCVM catégories 1 2 3	diversifiés	6	47,0	9	77,3	5	66,9	5	81,5	3	95,4	2	114,7
5		fonds à formule	1	20,5	1	20,8	1	20,5	0	0,0	0	0,0	11	
5		monétaire	24	788,2	18	853,0	7	661,2	10	264,7	5	123,7	13	352,3
5		monétaire court terme	2	55,8	12	412,9	21	505,1	25	533,3	13	341,4	24	369,6
5		obligations et TCE ¹⁰	30	1 274,2	26	1 267,5	23	1 388,5	30	1 905,7	27	1 689,2	2	1 317,4
5		obligations et TCI ¹¹	0		0		0		0		1	103,5	0	114,9
6	FCPR		3	7,9	3	10,9	4	11,6	5	15,7	11	40,10	12	55,4
7	Actions		77	433,9	73	408,8	64	193,3	55	213,9	49	184,1	49	158,3
8	OPCVM autres que 5	actions françaises	0	0,0	21	462,7	1	2,3	1	3,2	5	11,2	5	9,3
8		actions internationales	29	473,4	20	443,4	14	234,2	21	333,6	20	388,4	20	345,3
8		actions zone euro	21	530,4	10	538,3	16	257,3	24	276,6	27	411,5	31	370,2
8		diversifiés	13	614,9	9	231,2	9	431,1	12	475,5	18	626,1	21	651,5
8		fonds alternatifs	8	215,0	2	22,1	5	94,4	3	45,6	3	44,7	3	41,8
8		obligations et TCE	2	21,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
8		obligations et TCI	15	713,7	8	582,2	10	514,4	11	595,7	23	704,5	24	566,7
10	actions soc immobilières		1	0,1	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	8,4	1	9,2
		Total	275	5 376,8	265	5 555,2	287	5 142,9	331	5 787,6	342	5 993,2	362	5 856,7

Source : Exploitation IGAS EDP N= nombre de lignes

¹⁰ Titres de créance euros

¹¹ Titres de créance internationaux

[62] Le tableau ci-dessous donne la répartition en pourcentage du portefeuille selon les catégories AMF. Il montre à la fois :

- l'accroissement de la part des 2° Obligations, parts de fonds communs de créances et titres participatifs admis aux négociations sur un marché reconnu autres que celles ou ceux des administrations publiques à partir de 2008 ;
- la réallocation vers le monétaire court terme en 2011

Tableau 15 : Valeur de chaque catégorie AMF dans le portefeuille total (%)

	Catégorie réglementaire		Catégorie AMF	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0			Diversifiés	0,5 %					
0			obligations et titres de créance euros	0,4 %					
1	obligations	Souveraines		1,2 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	2,6 %	4,1 %
2		autres		1,3 %	3,0 %	12,7 %	15,0 %	15,1 %	16,7 %
3		TCN > 1 an						2,7 %	2,7 %
5	OPCVM obligataires		Diversifiés	0,9 %	1,4 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	2,0 %
5			fonds à formule	0,4 %	0,4 %	0,4 %			
5			Monétaire	14,7 %	15,4 %	12,9 %	4,6 %	2,1 %	6,0 %
5			monétaire court terme	1,0 %	7,4 %	9,8 %	9,2 %	5,7 %	6,3 %
5			obligations et titres de créance euros	23,7 %	22,8 %	27,0 %	32,9 %	28,2 %	22,5 %
				Obligations et TCI					1,7%
6	FCPR			0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,7 %	0,9 %
7	Actions			8,1 %	7,4 %	3,8 %	3,7 %	3,1%	2,7 %
8	OPCVM autres que 5		actions françaises		8,3 %		0,1 %	0,1 %	0,2 %
8			actions internationales	8,8 %	8,0 %	4,6 %	5,8 %	6,5 %	5,9 %
8			actions zone euro	9,9 %	9,7 %	5,0 %	4,8 %	6,9 %	6,3 %
8			Diversifiés	11,4 %	4,2 %	8,4 %	8,2 %	10,4 %	11,1 %
8			fonds alternatifs	4,0 %	0,4 %	1,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %
8			obligations et titres de créance euros	0,4 %					
8			obligations et titres de créances internationales	13,3 %	10,5 %	10,0 %	10,3 %	11,8 %	9,7 %
10	actions soc immobilières								
			Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : Exploitation EDP

Réponse de l'organisme :

Le tableau 14 en page 21 du rapport présente des décalages de lignes qui induisent des erreurs dans l'interprétation des résultats par la mission. Ainsi, en 2011, comme le montre le tableau corrigé (voir pièce jointe n°5), il n'y a pas de retour des fonds à formule et pas de réallocation vers les fonds monétaires court terme contrairement à ce qui est indiqué dans le rapport.

Observation de la mission :

Exact les tableaux 14 et 15 ont été corrigés et les modifications aux observations apportées en mode visible (ancien texte barré) la réallocation se fait en 2011 vers les fonds monétaires et non monétaires court terme.

- [63] S'agissant des placements obligataires, on note leur forte augmentation sous forme de détention directe ; la diminution, après 2007 des fonds monétaires ; ~~le retour en 2011 des fonds à formule et la même année~~ et en 2011 une réallocation très forte vers les fonds monétaires ~~court terme~~.
- [64] Au sein des fonds non obligataires, on note une poche de fonds d'actions françaises en 2007 abandonnée par la suite. Les fonds diversifiés diminuent très fortement en 2007 et recommencent à augmenter pendant le reste de la période pour retrouver leur niveau de départ. La caisse réduit son exposition aux fonds alternatifs en 2007, à la suite d'expériences malheureuses dont la mission a trouvé trace dans ses investigations (cf. annexe 9).

1.3.3. Fin 2011 la CAVP ne dispose plus que de plus-values latentes dans l'immobilier

- [65] La valeur globale des titres immobilisés en valeur de marché diminue en 2008 et en 2011.

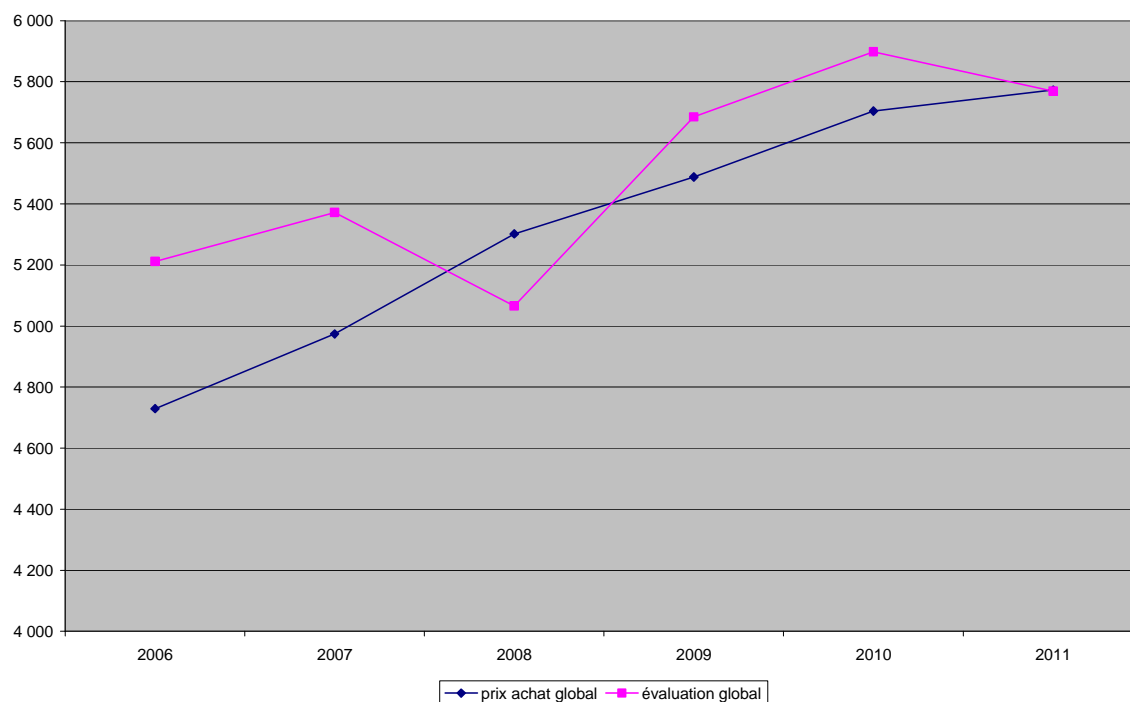
Tableau 16 : Titres immobilisés en valeur de marché et en valeur comptable (K€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Prix achat global	4 729	4 974	5 302	5 488	5 704	5 773
Evaluation valeur de marché	5 211	5 372	5 066	5 685	5 898	5 769

Source : Comptes CAVP.

- [66] Le tableau comme le graphique qui en est tiré montrent bien l'impact de la crise de 2008 et dans une moindre mesure de 2011 : la première année car la valeur de marché passe en dessous de la valeur comptable ; la seconde car elle la rejoint.

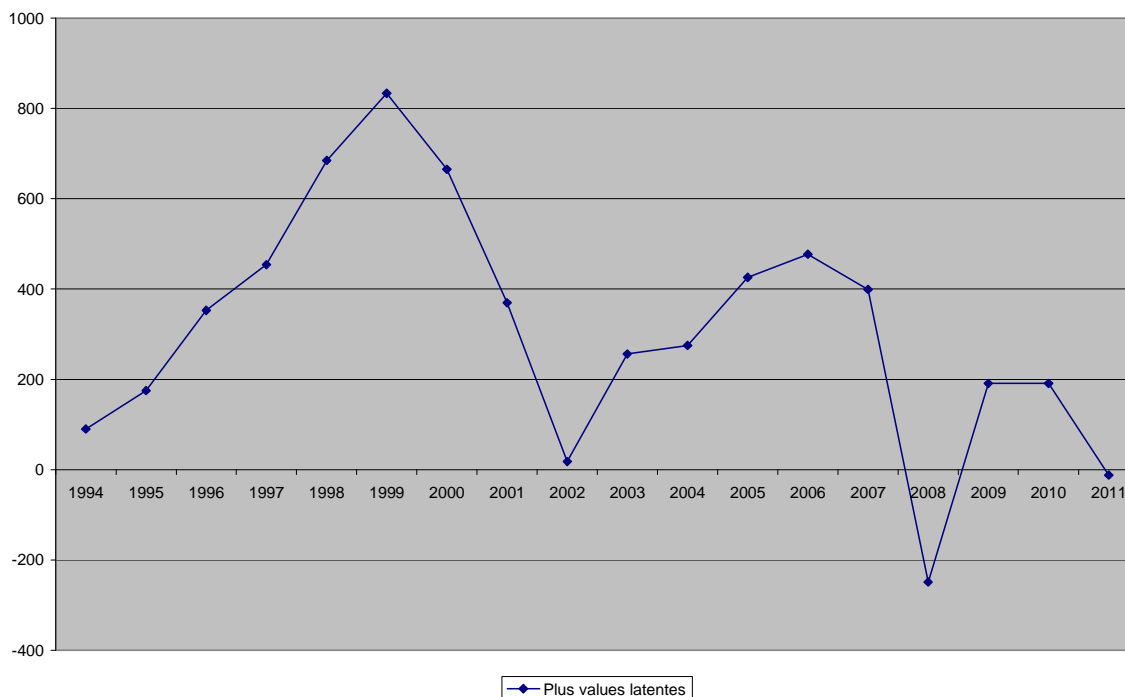
Graphique 6 : Titres immobilisés en valeur de marché et en valeur comptable



Source : Exploitation EDP.

- [67] Le fait que la caisse utilise pour le provisionnement du volet par capitalisation des règles du code des assurances (cf. 3.4) conduit à « lisser » l'impact de ces évolutions puisque les actifs ne sont dépréciés que si la dépréciation est durable.
- [68] La mission a estimé l'impact de ce mode de provisionnement en comparaison de l'application des règles fixées par le PCUOSS, d'une part à partir des comptes, d'autre part à partir des EDP. Les deux ne permettent pas le même détail dans le calcul et donnent donc des résultats légèrement différents (cf. annexes 4 et 5).
- [69] Il faut en retenir les ordres de grandeur principaux. L'utilisation des règles de dépréciation PCUOSS aurait conduit la caisse à devoir doter une provision pour dépréciation supplémentaire estimée à environ 270 millions en 2008 et 60 millions en 2011. Ce point n'est pas sans importance le résultat financier des ces exercices étant respectivement de 127 et 32 millions d'euros. Ces éléments d'impact sur le résultat financier ne sont pas documentés en annexe des comptes.
- [70] Cette évolution sur la période auditée peut être mise en perspective par des données de plus long terme fournies par la CAVP. Le graphique ci-dessous pose la question du niveau de plus-value hors immobilier sur lequel la caisse peut compter à un horizon de long terme.

Graphique 7 : Evolution des plus-values latentes hors immobilier 1995-2011 (M€)



Source : Exploitation données CAVP.

- [71] Par ailleurs, la décomposition de ces plus-values latentes montre les profonds changements intervenus depuis 2006.

Tableau 17 : Comparaison plus-values latentes 2006-2011 (M€)

Catégorie	2006	2011	Variation
1- Obligations « Etat »	0,9	6,3	+5,2
2 Obligations privées	0,2	35,9	+35,7
3 – TCN			
5- OPCVM obligataires	116,2	15,0	-111,2
7- Actions	-0,1	-25,1	-25
8- OPCVM actions	268,4	-38,5	-306,9
10-	-0,7	0	0,7

Source : Exploitation EDP.

- [72] Ces tableaux et les graphiques ci-dessous, montrent que les plus-values latentes ont été consommées du fait de la crise de sorte que globalement fin 2011 la valeur comptable est égale à la valeur de réalisation. En supposant bien évidemment que la valeur de réalisation est correctement estimée.

Réponse de l'organisme :
contractuel externe.

La valeur de réalisation est auditée par l'auditeur

Observation de la mission :

Exact c'est-à-dire dans des conditions de moindre sécurité que l'intervention d'un commissaire aux comptes.

- [73] Par ailleurs, on note que cet équilibre est composé de plus-values latentes sur les placements obligataires et de moins values latentes sur les placements actions.

1.4. *Le nombre de titres et de fonds s'accroît au sein d'une gestion déléguée qui reste très importante.*

[74] La caisse a fait le choix d'une gestion déléguée qui correspond à une taille limitée de personnel propre limitant les capacités de gestion en direct. On constate toutefois un nombre très important de fonds qui pose la question de la capacité des équipes à les sélectionner et à les suivre.

1.4.1. **Le nombre de titres s'accroît le nombre de fonds reste stable**

[75] Ces données recensent le nombre de titres pour les actifs gérés en direct, le nombre de fonds pour les autres. Le nombre d'actions détenues diminue mais celui des obligations s'accroît plus fortement. Pour les fonds le nombre total après avoir diminué fortement en 2008 est revenu en 2011 à son niveau antérieur.

Tableau 18 : Ex Nombre de « lignes »

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variation
Total	275	265	287	331	342	362	32 %
Obligations détenues en direct	39	53	107	129	136	144	269 %
Fonds obligataires	63	66	57	70	49	52	-17 %
Actions détenues en direct	77	73	64	55	49	49	-36 %
Fonds non obligataires	88	70	55	72	96	104	18 %
Total fonds	151	136	112	142	145	156	3 %

Source : Exploitation IGAS EDP

Réponse de l'organisme :

Le tableau 18 en page 25 du rapport affiche des données erronées. En effet, la mission a comptabilisé certains titres plusieurs fois (tous les titres détenus par plusieurs régimes sont décomptés autant de fois que de régimes, c'est à dire qu'un même titre détenu à la fois par le régime RID et par le régime RCR a été compté pour 2). Au final, le nombre de titres détenus en direct n'est pas sensiblement modifié tandis que le nombre de fonds est bien moindre (à titre d'exemple : 103 fonds détenus par la caisse en 2011 contre 156 fonds comptabilisés par la mission).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variation
Total	172	178	210	238	260	276	60 %
Obligations en direct	39	55	107	126	133	142	264 %
Actions en direct	49	47	39	35	31	31	- 37 %
Fonds	84	76	64	77	96	103	23 %

Observation de la mission :

Vu pour les données dues à une construction non-conforme à la demande des EDP non détectée par la mission. Par contre les commentaires faits à partir de ses propres données par la caisse sont erronés. Au final le nombre de titre détenu en direct passe de 88 à 173 il est donc sensiblement modifié. Le nombre de fonds est moindre mais il n'était pas commenté dans l'observation. Par contre il apparaît que le nombre de fonds a augmenté. La formulation de l'observation est donc revue ainsi.

Ces données recensent le nombre de titres pour les actifs gérés en direct, le nombre de fonds pour les autres. Le nombre d'actions détenues diminue (- 37 %) mais celui des obligations s'accroît plus fortement (+ 264 %) de sorte que le nombre total de titres détenus en direct s'accroît. Pour les fonds le nombre total de fonds, après avoir diminué fortement en 2008, dépasse en 2011 de 23 % son niveau de 2006

1.4.2. La part de la gestion déléguée diminue mais reste à un fort niveau

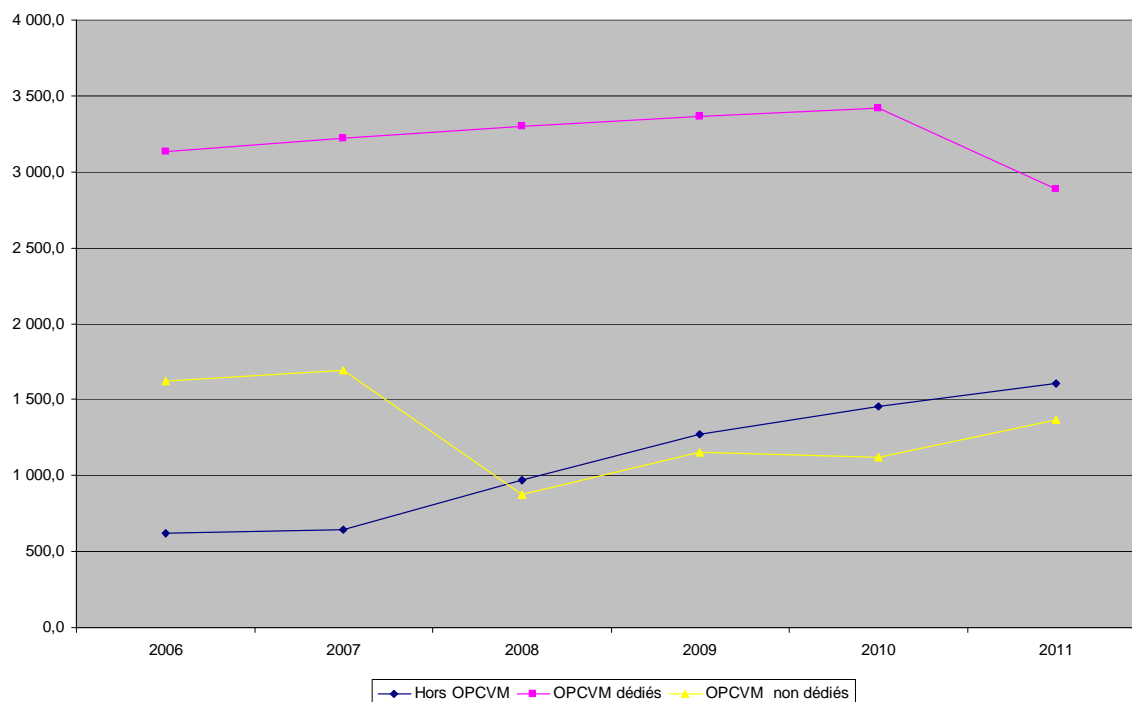
[76] La part des OPCVM dans les placements décroît de 89 % en 2006 à 74 % en 2011 mais reste à un fort niveau.

Tableau 19 : Poids des OPCVM dans les placements (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	5 376,8	5 555,2	5 142,9	5 787,6	5 993,2	5 856,7
dont OPCVM	4 754,5	4 911,4	4 175,9	4 515,4	4 539,6	4 253,8
% OPCVM	88 %	88 %	81 %	78 %	76 %	73 %
dont OPCVM dédiés	3 130,8	3 216,9	3 302,9	3 362,2	3 419,8	2 886,7
% OPCVM dédiés	58 %	58 %	64 %	58 %	57 %	49 %

Source : Exploitation des EDP.

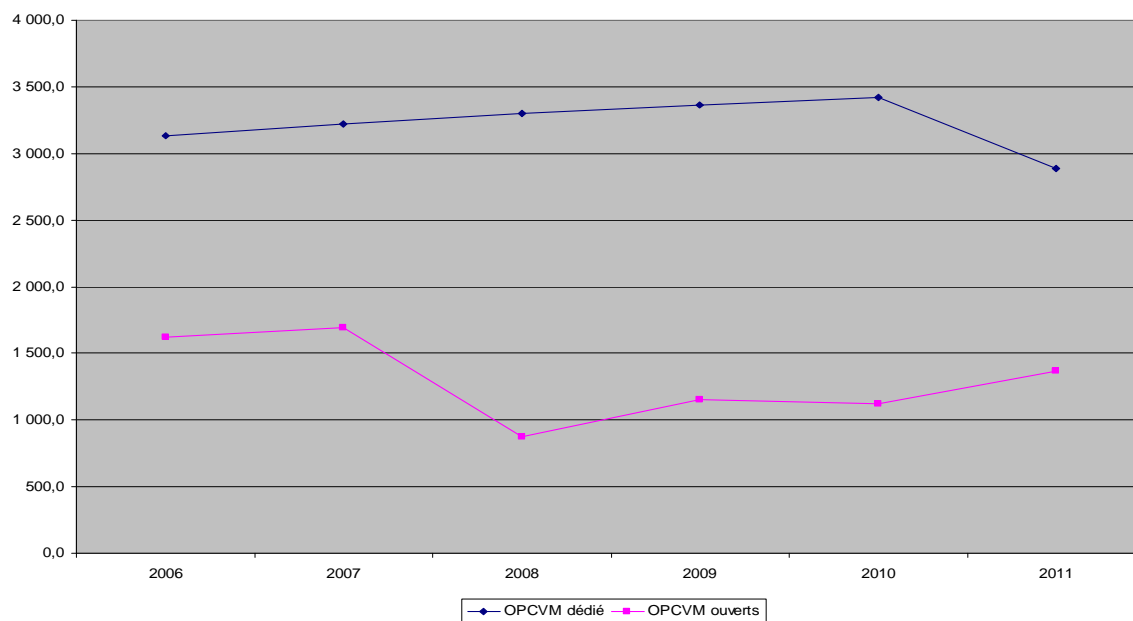
Graphique 8 : Volume des OPCVM et des placements hors OPCVM



Source : Exploitation des EDP

[77] Les OPCVM dédiés sont stables sur la période à l'exception de la diminution enregistrée en 2011, tandis qu'on constate une forte diminution en 2008 puis une remontée à partir de 2009 pour les OPCVM ouverts.

Graphique 9 : Montant OPCVM dédiés et non dédiés

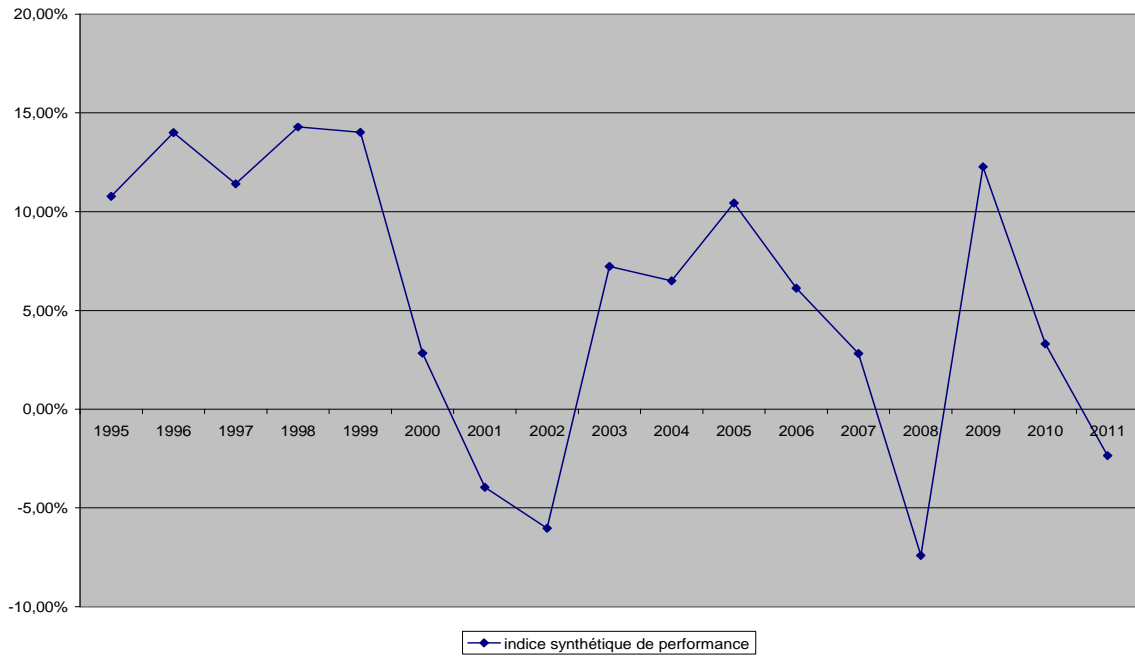


Source : Exploitation EDP.

1.5. Le portefeuille est marqué par la volatilité des rendements

- [78] Le suivi de la performance est effectué par les services de la caisse de manière non formalisée et sans que les suivis faits soient traçables par un audit externe (cf. annexe 7 suivi du rendement du portefeuille). L'information était donnée dans le rapport financier jusqu'à 2004 selon un tableau dit « Cour des comptes ». Pendant la période sous revue, il est donné sous forme de calcul du taux de rendement interne. Ce changement de présentation est dommageable car le premier tableau était plus précis et apportait une information plus détaillée. En revanche l'indice global, sans être identique, est très comparable.
- [79] Le taux de rendement interne est également transmis par la CAVP à son Conseil d'administration, sans intégrer pour autant (dans les documents fournis à la mission) des chroniques permettant d'en apprécier directement l'évolution.
- [80] Les services continuent cependant à établir les données plus détaillées dont la synthèse est un synthétique de performance du portefeuille qui est la somme :
- du rendement du portefeuille (résultats des cessions de titres et revenus du portefeuille net d'impôts) ;
 - de la variation de la plus value latente.
 - Cette somme de deux flux est rapportée à la valeur des actifs placés, calculée comme la somme de la valeur marchande du portefeuille (valeur de réalisation) et du solde des retraits et des apports de l'année.

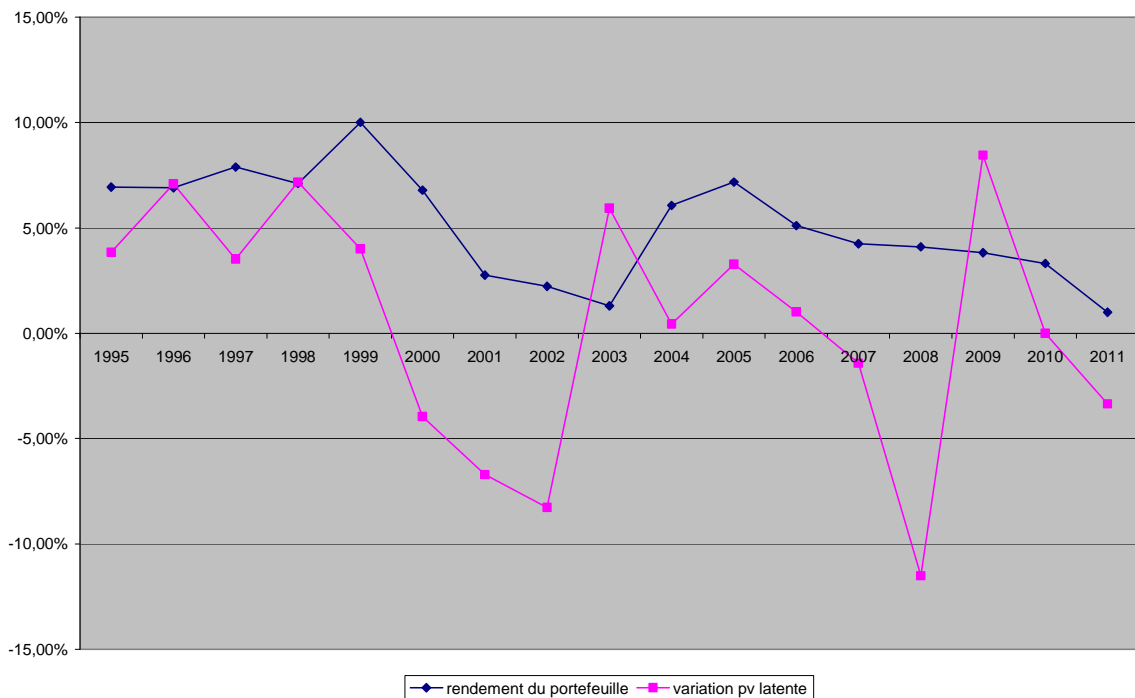
Graphique 10 : Evolution de l'indice synthétique de performance



Source : Exploitation données CAVP.

[81] Son évolution selon ses deux composantes évolue comme indiqué au graphique présenté ci dessous qui met et évidence la diminution du rendement après 1999 et depuis 2005 et la forte volatilité des plus-values latentes avec une tendance baissière.

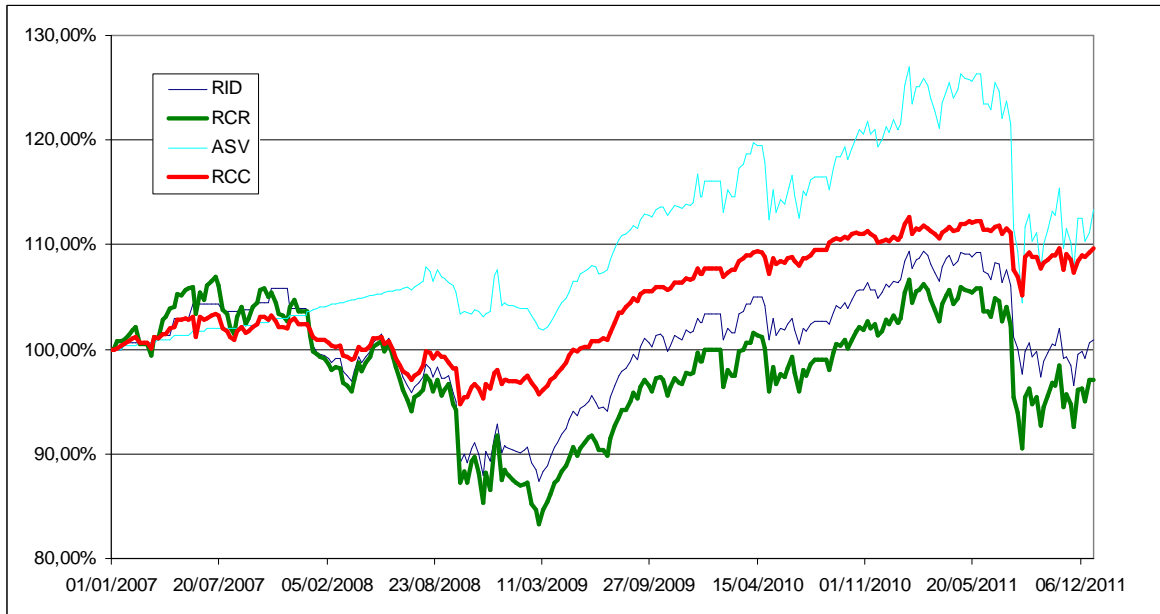
Graphique 11 : Evolution du rendement du portefeuille et de la variation des plus-values latentes



Source : Exploitation données CAVP.

- [82] La performance des réserves est marquée par la crise mais aussi par une forte volatilité, comme le montrent les données par régime ci-dessous.

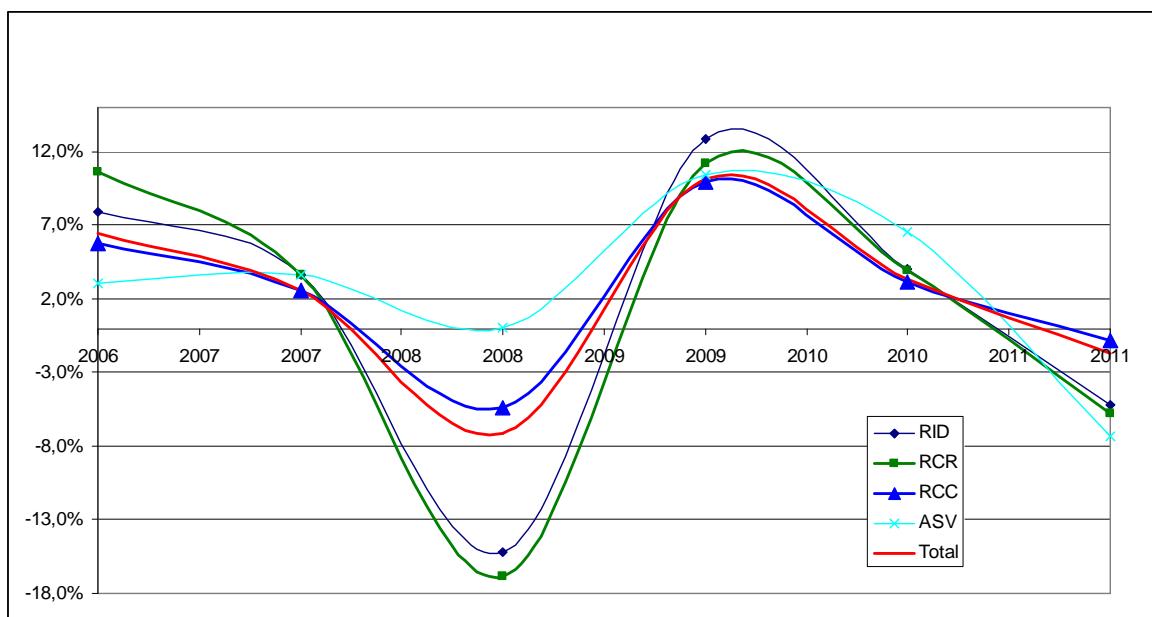
Graphique 12 : Evolution des performances des réserves depuis fin 2006



Source : Calculs IGAS d'après données CAVP.

- [83] Le graphique ci-dessus, s'il permet d'appréhender rapidement l'évolution des réserves, présente le défaut de présenter une vision cumulée des performances. Les graphiques suivants s'intéressent aux performances (TRI) annuelles afin de s'affranchir de ce défaut.

Graphique 13 : Performance annuelle par régime



Source : Calculs IGAS d'après données CAVP.

Réponse de l'organisme :

§ 83 : Les performances affichées dans le graphique 13 en page 30 auraient gagné en lisibilité à être comparées aux références de marché et de l'ALM.

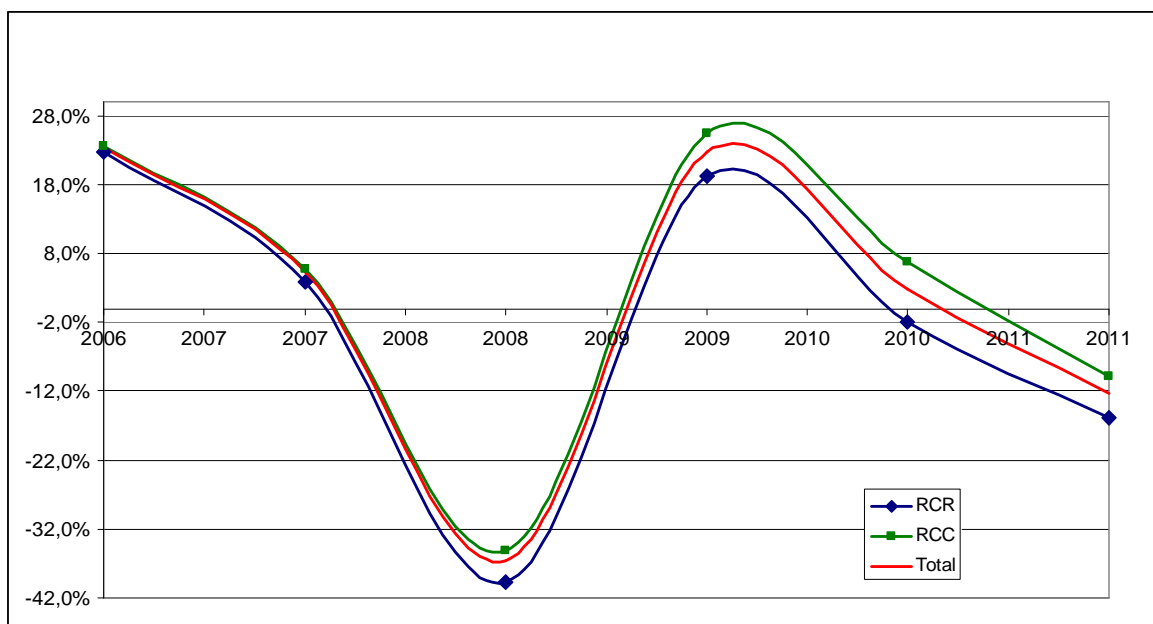
Observation de la mission :

La réponse de l'organisme aurait gagné en crédibilité si cette comparaison avait été faite pour démontrer quelque chose et mieux encore si ces données étaient présentées par la caisse à son conseil. Au fond, la réponse montre que la caisse se refuse de comprendre la démarche de la mission, celle-ci n'est pas de donner de bons et mauvais points en fonction d'une performance comparée mais de savoir si la gestion des placements répond aux besoins des passifs. Dans ce cadre, la référence au « marché » donnée sans définition précise n'a aucun sens. La caisse n'est pas un OPCVM dont la mission est de « battre le marché ». La référence à l'ALM pourrait être utile mais vu la largeur de celle-ci elle serait sans doute peu éclairante.

- [84] Si on ne peut bien évidemment pas reprocher à la caisse les fortes pertes en période de crise, allant jusqu'à -17 % pour le volet en répartition du régime de retraite, il est toutefois intéressant d'analyser le comportement des performances des diverses poches. A noter que la chute de performance du régime ASV s'explique en grande partie, comme pour les autres régimes, par une importante proportion de placements de type actions¹².

¹² Au 31 décembre 2011, le portefeuille de titres du régime comporte, en valeur boursière, 48% d'actions et valeurs assimilées, 39% d'obligations et valeurs assimilées et 13% d'actifs monétaires.

Graphique 14 : Performance des actions détenues en direct



Source : Calculs IGAS d'après données CAVP.

Réponse de l'organisme :

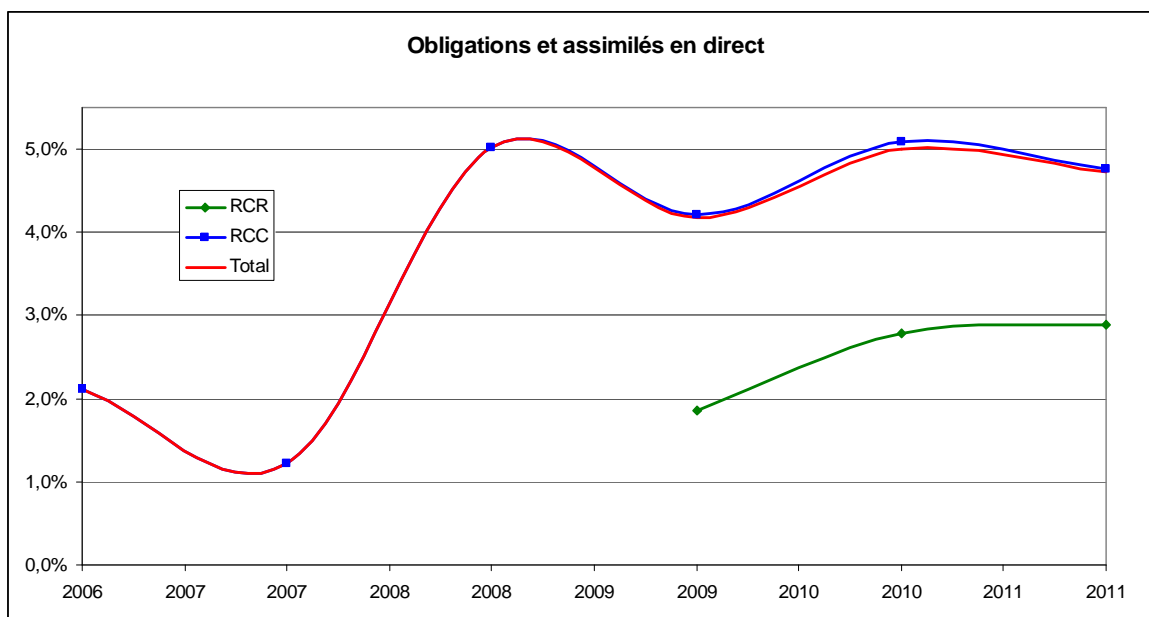
§ 84 : Ce paragraphe illustre cette moindre volatilité des performances par rapport à l'ALM. En 2008, le régime ASV n'a pas essuyé de pertes bien que son ALM en action soit de 50 % car nous avons bien anticipé le risque et que le pourcentage de détention d'actions était de 4 %.

Observation de la mission :

Ce graphique illustre donc également une mauvaise « ALM » comme l'appelle la caisse. La bonne « anticipation » illustre le caractère non pertinent de l'« ALM ».

- [85] Etablis par la mission, les graphiques illustrant l'évolution des performances des OPCVM actions, qu'ils soient européens, internationaux ou diversifiés présentent tous la même allure et affichent les mêmes ordres de grandeur. Etant donné le poids non négligeable de la part des actions (détenues en direct ou via des OPCVM), on constate logiquement que la forme générale des performances des régimes s'apparente à celle des actions. Toutefois, l'analyse des produits obligataires permet d'illustrer le fait qu'il n'est pas systématique de perdre de l'argent en période de crise quand bien même il est généralement admis que dans ces périodes « toutes les classes d'actifs se corrélaient ».

Graphique 15 : Performance des obligations détenues en direct



Source : Calculs IGAS d'après données CAVP.

- [86] Pour ces titres, on constate non seulement que les ordres de grandeur des variations sont beaucoup plus faibles mais aussi que la performance est positive sur toute la période sous revue. C'est la raison qui pousse traditionnellement les investisseurs de long terme tels que les assureurs à consacrer une très large part de leur portefeuille aux actifs obligataires. Le corollaire de la gestion de la CAVP est ainsi une forte volatilité des performances des réserves. On est alors en mesure de se demander s'il est prudent pour une caisse de retraite de se permettre de fortes variations de son actif, et donc de fortes pertes annuelles dont les montants peuvent être bien supérieurs aux cotisations ou aux prestations.

Réponse de l'organisme :

§ 86 : La mission évoque une forte volatilité des performances des réserves. S'il est vrai que les performances ont enregistré une volatilité plus élevée qu'historiquement en raison des crises actuelles, la volatilité des performances des portefeuilles de la caisse est sensiblement inférieure à celle de son allocation d'actifs neutre. A titre d'illustration, l'annexe 1 affiche une comparaison entre la volatilité des TRI de chaque régime et celle de son benchmark théorique correspondant à une allocation d'actifs neutre (voir pièce jointe n°1). Par ailleurs, il est aisé de conclure que, compte tenu d'une forte surpondération des portefeuilles en produits monétaires, la volatilité des performances des régimes ne peut être que moins élevée que leur position neutre.

Observation de la mission :

Pour se justifier face aux constats de la mission, la caisse se cache derrière les mouvements de marché et sa bonne anticipation qui l'a conduite à déroger à son allocation stratégique. Comme déjà expliqué, la mission ne se sert pas de la crise comme d'un argument (qui aurait pourtant été « facile ») afin de critiquer la volatilité des performances mais illustre les conséquences d'une mauvaise allocation stratégique qui était apparente avant crise. Les graphiques ci-dessus présentent simplement les résultats de la caisse et traduisent une moindre volatilité des titres de taux détenus en direct. De plus, si la mission ne peut reprocher les pertes subies en période de crise, elle peut critiquer la nature risquée et peu adossée des placements. Une allocation prenant mieux en compte les besoins des régimes (découlant des études dont la caisse dispose) et plus prudente aurait conduit à des résultats meilleurs même dans le cas d'une crise qui par nature est difficilement prédictible.

Réponse de l'organisme :

§ 78 -86 : La mission reproche à la caisse la volatilité des rendements. Alors qu'elle loue « le sérieux affiché par Mercer dans ses études de risques » (cf § 155 du rapport), elle nous reproche de ne pas respecter les bornes des ALM dans « le sens de placements moins risqués » (cf § 19 du rapport). Si les placements sont moins risqués, la volatilité des performances est donc inférieure à celle des ALM de référence.

Observation de la mission :

La mission ne reproche pas, elle constate. Le fait que les études soient sérieuses n'est en rien contraire avec des placements effectifs risqués, par ailleurs la citation de l'observation 19 est tronquée ; dans cette observation la mission se borne à indiquer que la caisse ne respecte pas une ALM pourtant très large et regrette que le président et la direction de la caisse n'aient pas, au regard de circonstances nouvelles, fait délibérer le conseil d'administration sur l'ALM. Les observations sont maintenues.

2. LA POLITIQUE DE PLACEMENT NE DEFINIT NI LES OBJECTIFS NI LES CONTRAINTES DE LA GESTION FINANCIERE

[87] Selon l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale, le conseil d'administration de la caisse doit approuver 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.

[88] 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.

2.1. *Les études sur lesquelles se fondent les allocations stratégiques d'actifs posent le principe de l'adéquation entre placements et besoins de financement des régimes*

[89] Depuis 2006, la CAVP fait appel au cabinet MERCER afin de réaliser les études sur lesquelles doivent se baser la définition de l'allocation stratégique d'actifs. Ces études sont renouvelées tous les trois ans¹³ en application du règlement financier. La méthodologie et l'approche choisies étant stables au cours du temps, seule la dernière étude, celle de 2009¹⁴, sera ici analysée. Les éléments complets de l'analyse figurent à l'annexe 8 Etudes.

Réponse de l'organisme :

89 : Les études d'allocation stratégique d'actifs sont réalisées à la CAVP depuis 2002 : 2002 : Anteo, 2006 : Mercer, 2009 : Mercer, 2012 : Ernst & Young

Observation de la mission :

L'observation de la mission portant sur la période sous revue soit 2006-2011 n'est pas contredite. Elle est donc maintenue.

¹³ Exception faite pour le régime ASV pour lequel l'étude a été réalisée en 2008.

¹⁴ L'étude menée en 2012 ne concernant pas la période sous revue n'a pas été analysée dans le rapport.

2.1.1. La capitalisation est analysée par analogie avec l'assurance-vie privée

- [90] La définition des objectifs de la détention des réserves est la condition *sine qua non* d'une étude aboutissant à une allocation stratégique d'actifs. Des régimes distincts induisent 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 ne permet pas d'appuyer les choix d'investissement sur les besoins des régimes et les prive de base pour définir le couple rendement risque inhérent à ces choix.
- [91] Le cas des régimes par capitalisation illustre parfaitement ce point. L'objectif de tels régimes est le service de retraites conformément à ce qui a été annoncé aux assurés. La première contrainte qui conditionne l'équilibre de tels régimes est de ne promettre que ce qui est réalisable. Or quelle que soit la complexité du mécanisme de capitalisation sous-jacent, la logique reste simple : les cotisations payées aujourd'hui permettent de payer les retraites de demain. Le placement de ces cotisations sur les marchés financiers et la mortalité des assurés doivent faire que les montants des pensions sont en mesure d'être assurés et revalorisés au cours du temps ; l'assureur en étant responsable.
- [92] Toutefois, la CAVP se distingue d'un organisme d'assurance par l'absence de contractualisation des engagements de retraite. Plus précisément, au sens juridique du terme, il n'y a pas d'engagement. Là où l'assureur privé qui aurait maladroitement investi les cotisations ou primes reçues, se trouverait dans une situation délicate rendant difficile le service des rentes promises contractuellement, la CAVP dispose de plus de liberté. La CAVP, pour le volet du régime complémentaire d'assurance vieillesse géré par capitalisation, précise en effet dans ses statuts que le montant des rentes est calculé lors de la liquidation en fonction du capital constitutif et des paramètres actuariels (taux d'actualisation et table de mortalité) en vigueur lors de ladite liquidation. Le capital constitutif est la part des réserves à laquelle peut prétendre un affilié. Toutefois, si jamais les placements financiers ont conduit à des pertes importantes et que le capital constitutif est faible, le mécanisme de calcul reste le même. Il en va différemment de l'assurance privée où ce dernier est minoré contractuellement. Autrement dit, en cas de mauvaise fortune, il « suffit » à la caisse de diminuer les montants des rentes. Bien évidemment, si sur le plan juridique la situation est simple, il en va autrement de la réalité sociale. Aussi, dans les études décrites *infra*, la caisse, dans une optique de versement des rentes telles qu'attendues par les affiliés au régime, se place dans la situation hypothétique où elle serait engagée au sens juridique du terme. Il est alors important de garder en mémoire que cet engagement n'est qu'hypothétique et, contrairement à un assureur privé, ne pas honorer ses engagements n'est pas synonyme de faillite. S'y ajoute le fait que les primes ne sont en principes pas modifiables alors que les cotisations de la caisse sont ajustables.
- [93] L'analyse de l'équilibre d'un régime par capitalisation nécessite ainsi l'évaluation juste et prudente de la « promesse » faite aux assurés d'une part, et les conditions de la couverture des engagements et de leur revalorisation grâce aux placements financiers d'autre part. Par conséquent, il est nécessaire d'évaluer dans un premier temps les promesses faites aux assurés (c'est ce que l'assurance privée nomme les provisions mathématiques) et, dans un second temps, d'analyser quels types de placements financiers permettent d'atteindre un rendement jugé satisfaisant tout en limitant les risques de pertes. La théorie et l'expérience ont toutes deux montré, et ce à plusieurs reprises, qu'un rendement élevé est synonyme de risque fort. Prendre des risques importants sous prétexte d'atteindre une revalorisation intéressante des rentes signifie courir le risque de ne pas pouvoir servir les rentes annoncées.
- [94] La CAVP s'inspire du cadre prudentiel applicable aux organismes d'assurance, même si elle n'est soumise à aucune disposition prudentielle de ce type. Les différentes références au cadre prudentiel des organismes d'assurance, en particulier toutes les notions de provisionnement d'engagements, rendent compte de la technique sous-jacente mais ne modifient pas la nature des engagements de la caisse.

- [95] Ce cadre étant défini, les études peuvent être décomposées en trois phases. Le montant des « engagements » de retraites envers les affiliés est calculé en vue de quantifier les montants en jeu et d'évaluer leur sensibilité à telle ou telle hypothèse. Puis, des *scenarii* financiers dit déterministes (car fixés *a priori* et non aléatoires) sont développés afin d'analyser les évolutions des placements dans ces *scenarii* et d'évaluer si les rentes « promises » peuvent être assurées voire revalorisées et à quelle hauteur. Enfin, une modélisation stochastique faisant intervenir des milliers de *scenarii* aléatoires vient compléter l'approche afin d'évaluer la dispersion des résultats obtenus à l'étape précédente.
- [96] Les objectifs afférents aux rendements et aux pertes acceptables permettent d'effectuer *in fine* un choix d'allocation stratégique d'actifs.

2.1.2. La répartition, plus complexe, est modélisée dans un cadre moins bordé

- [97] Les objectifs se traduisent souvent en termes de revalorisation des prestations ou de besoins liés à la démographie. Les « engagements » sont en effet peu clairs dans la mesure où les cotisations d'aujourd'hui payent les prestations d'aujourd'hui. Il est alors nécessaire de définir une politique d'emploi des excédents accumulés. Le plus souvent ces derniers se destinent à lisser les déficits futurs. Il convient alors de modéliser ces déficits futurs et de moduler ses objectifs en fonction d'un délai d'épuisement des réserves jugé pertinent.
- [98] Pour de tels régimes, l'évolution des cotisations et des prestations est évaluée en fonction de paramètres techniques considérés comme réalistes. A un niveau de cotisation fixé l'approche est alors semblable à celle adoptée pour quantifier les « engagements » des régimes par capitalisation.
- [99] La modélisation des actifs financiers suit également la même logique que dans le cas de la capitalisation.

2.1.3. Les études précisent des objectifs de rendement et de sécurité

Tableau 20 : Principaux objectifs de rendements et de sécurité définis par les études

Régime	Objectifs liés au rendement	Objectifs de sécurité
RCR	Progression équivalente de la cotisation de référence et de l'allocation entière	Un équilibre du régime préservé à long terme.
	Le taux d'inflation constitue une première cible	L'équilibre du volet par répartition est mesuré par le nombre d'années de prestations en réserve
	La croissance du PIB, constitue un second niveau d'objectif.	Plusieurs probabilités de pertes (quantiles à 5 et 10 ans) sont calculées et des stress test évalués
RCC	Générer un revenu distribuable régulier	La couverture des engagements par les placements sur 40 ans
	et un taux de distribution équivalent entre les allocataires et les cotisants	Cet équilibre est mesuré par le ratio placements/engagements.
	Distribuer un taux au minimum de 2 % + inflation sur le long terme.	Plusieurs probabilités de pertes (quantiles à 5 et 10 ans) sont calculées et des stress test évalués
RID	Compenser le sous provisionnement à l'horizon 2015	
ASV	Assurer le service des prestations pour les bénéficiaires actuels et futurs.	Le principal indicateur de référence retenu est défini comme le rapport entre la valeur de marché des actifs financiers

		en fin d'exercice et le montant des prestations de l'exercice (« ratio de couverture »). Ce ratio doit, selon les statuts du régime, rester supérieur à 1.
	La recherche d'un haut niveau de taux de rendement à long terme est cependant limitée par les risques que peut supporter le régime.	Est également retenu en tant qu'indicateur la date probable d'épuisement des réserves

Source : *Etudes MERCER, 2009.*

2.2. *Pourtant le règlement financier ne définit ni la politique de placement au regard des besoins des régimes ni les niveaux de risque acceptés*

[100] En vertu de l'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale, le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base et section professionnelle doit élaborer un règlement financier ; celui-ci doit obligatoirement comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie. Par construction, le règlement financier constitue un document fondamental matérialisant la politique de placement. Dans la pratique, d'autres documents peuvent venir le compléter et le préciser afin de constituer l'intégralité de ce qui est appelé la politique de placement de l'organisme. Dans le cas de la CAVP, le règlement financier est le seul et unique document traitant de cette politique.

[101] L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale dispose également 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. Or, 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 volet en répartition, ni l'objectif de couverture des engagements gérés par capitalisation ne sont mentionnés.

[102] Ce point est particulièrement préoccupant. Quelle que soit l'activité concernée, la gestion des réserves n'a de sens qu'analysée en regard des passifs ou des engagements. 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 pas ou peu de contraintes tels que les fonds d'investissement par exemple.

Réponse de l'organisme : § 100 - § 102 : *Ces affirmations sont relatives. La CAVP considère que les études d'allocation stratégique constituent un repère majeur de la politique de placement.*

Observation de la mission : *La réponse est particulièrement inquiétante car elle montre que la caisse n'admet pas le fait que ce sont les contraintes de passif qui doivent conduire les objectifs de gestion des placements. Les observations sont maintenues et portées à l'attention de l'administration centrale afin qu'elle vérifie l'évolution du règlement financier.*

- [103] Investir sur les marchés actions, obligataires ou sur tout autre type de marché n'a pas de sens en soi : la question « vaut-il mieux acquérir des actions, des obligations ou de l'immobilier ? » ne peut obtenir de réponse valide si la nature des passifs n'est pas précisée. Pour y répondre, il est nécessaire de disposer de ce que les économistes appellent une fonction d'utilité afin de décider de l'investissement adéquat qui répond à l'utilité exprimée. Dans la « réalité », cette fonction d'utilité est implicitement induite par les contraintes de passif : des engagements longs, des besoins de rendement liés à telle ou telle problématique, la nécessité d'éviter une perte des réserves ou au contraire l'acceptation d'une telle éventualité amènent à des placements et modes de gestion radicalement distincts. Aussi, le fondement même de ce qu'est une politique d'investissement est absent du règlement financier de la CAVP.

Réponse de l'organisme : § 103 : *Les fondements de la politique de placement sont déterminés par : 1/ l'appétence aux risques du Conseil d'Administration de la CAVP 2/ les contraintes de passif*

Observation de la mission : *Rien ne vient étayer cette affirmation l'appétence aux risques du conseil d'administration dont on a vu le faible rôle n'est pas documenté ; les contraintes de passif ne sont pas définies. L'observation est maintenue.*

Recommandation n°1 : **Formuler les fondements de la politique d'investissement déterminés par les contraintes issues des régimes gérés.**

- [104] Le règlement financier fait également allusion à des indicateurs de risque : « *volatilité, volatilité par rapport au benchmark, ratio de Sharpe, ratio d'information, ratio de Sortino, perte maximale (drawdown), période de recouvrement, etc* ». Ces indicateurs sont supposés être analysés, sans que le règlement ne précise ce qui en est tiré : aucun seuil relatif à tel ou tel indicateur n'est défini et aucune action ne peut donc y être associée (investissement, désinvestissement, surveillance...). Qu'advient-il de ces analyses ? Sont-elles conservées ? Un avis contraignant est-il donné et par qui ? Le règlement se contente d'inventorier pêle-mêle des indicateurs mal définis (quels sont les horizons et mode de calculs de ces indicateurs ?). Ces questions restent sans réponse. Le règlement prévoit que la CAVP « regarde » ces indicateurs sans préciser aucunement ce qui est attendu précisément de ce « regard ».
- [105] De fait, sur ces questions, le règlement financier est évasif et laisse une marge de manœuvre totale pour ce qui est de la définition de la politique de placement, de l'allocation stratégique et de sa mise en œuvre.
- [106] Il est particulièrement important de noter que ce n'est pas une absence de réflexion au sein de la CAVP qui est à l'origine de cette absence de définition au sein du règlement financier puisque, par ailleurs, lors de l'élaboration des études visant à définir l'allocation stratégique (cf. *supra* et annexe 8 Etudes), une vision claire et précise des objectifs des réserves, mais aussi des risques que la caisse est disposée à encourir, a été donnée. Les grands principes formulés par le règlement financier ferment peu de portes et laissent la plus grande liberté au conseil d'administration et à la direction de la caisse pour choisir ses objectifs et en changer comme bon lui semble.

Réponse de l'organisme : § 106 : *La CAVP (voir nos réponses aux paragraphes 9 et 10) revendique ce devoir d'adaptation face aux évolutions erratiques des marchés financiers.*

Observation de la mission :

Cette réponse est particulièrement inquiétante ; la mission n'estime pas qu'il s'agit d'un « devoir d'adaptation » mais d'un blanc seing laissé au président et à la direction de la caisse sans limites et sans réel contrôle. La définition d'une politique de placement et sa formalisation au sein d'un règlement financier ne riment pas avec l'absence de souplesse. La caisse pense-t-elle que les banques et les assurances investissent sans politique de placement et sans formalisme ? Ces institutions ne manquent pourtant pas de réactivité. Par ailleurs, la mission rappelle qu'il existe des placements financiers de long terme dont le caractère ne peut être qualifié d' « erratique », comme la détention jusqu'à leur maturité d'obligations dont le seul risque est, in fine, celui de défaut. Observation maintenue.

Recommandation n°2 : Intégrer et préciser dans le règlement financier les objectifs de rendement et de sécurité conformément aux dispositions du code de la sécurité sociale**2.3. La modélisation financière, complète, est toutefois fondée sur des hypothèses parfois excessivement optimistes et peut conduire à des politiques de revalorisation des retraites au détriment de l'équilibre des régimes****2.3.1. Les fondements de la modélisation**

- [107] Les modélisations retenues par MERCER se fondent à la fois sur une approche déterministe et sur une approche stochastique. L'approche est la même pour les trois régimes.
- [108] Ainsi, si des *scenarii* déterministes ont été simulés et leurs résultats analysés, des projections stochastiques ont également été menées afin de tenter d'appréhender l'incertitude inhérente à l'utilisation des *scenarii* déterministes. Les projections stochastiques permettent de tester, de façon la plus objective possible, l'incidence de la volatilité des marchés financiers sur l'évolution du régime, pour différents horizons jusqu'à un maximum de 10 années (à plus long terme, MERCER juge plus pertinent d'analyser les tendances définies par les *scenarii* déterministes).
- [109] Le scénario déterministe retenu comme central est un scénario dit « de stabilisation » : « *un scénario de stabilisation dans lequel les taux de croissance remontent progressivement, l'inflation hors matières premières reste sous le contrôle des banques centrales, les taux gouvernementaux remontent légèrement, les marchés actions reprennent une direction ascendante et les spreads de crédit diminuent tout en restant à un niveau supérieur à ceux observés avant le déclenchement de la crise. Le système reste potentiellement instable en raison du niveau de la masse monétaire et du mode de fonctionnement des marchés de capitaux* ».
- [110] Ce scénario est également le scénario médian autour duquel les *scenarii* stochastiques se distribuent.
- [111] MERCER prévoit également quatre *scenarii* alternatifs au scénario de stabilisation :
- un scénario de faible croissance et de faible inflation ;
 - un scénario de faible croissance et de forte inflation ;
 - un scénario de sensibilité au rendement des actions ;
 - un scénario de « stress » sur les actifs risqués (actions et obligations d'entreprises).
- [112] Les paramètres utilisés pour la modélisation sont explicités au sein de l'étude, ceux relatifs au scénario central sont reportés dans le tableau suivant.

Tableau 21 : Paramètres de modélisation financière retenus par Mercer dans son scénario central (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	>2012
Taux de croissance		0,00	1,00	1,50	1,75	1,75
Taux d'inflation		1,50	1,75	2,00	2,00	2,00%
Taux monétaire	2,50	1,00	2,00	3,00	3,25	3,25
Taux fixe Etat AAA 10 ans	3,75	3,50	3,75	4,00	4,25	4,25
Taux fixe Etat AAA 5 ans	3,00	2,75	3,25	3,50	3,75	3,75
Taux indexé Etat AAA 10 ans	2,10	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
Inflation implicite 10 ans	1,60	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25
Spread AAA > 10 ans	1,95	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00
Spread 5ans	4,30	3,50	2,50	2,00	1,50	1,50
Taux de défaut		2,00	1,50	1,00	0,50	0,50
Rendement des actions		6,75	6,50	6,75	7,00	7,25

Source : Etudes MERCER, 2009.

[113] S'il est vrai que des études économiques menées au sujet des actions conduisent à considérer des rendements sur longue période correspondant à ceux retenus dans le tableau ci-dessus, il est toutefois possible de s'interroger sur la pertinence et l'optimisme d'une telle approche dans un contexte de début de crise comme celui de l'époque. En outre, les études en question sont généralement réalisées sur de très longues périodes, et considèrent en général des indices dont la construction même ne permet pas d'apprécier la rentabilité des actions sur longue période. Qui plus est, les résultats sont particulièrement sensibles au choix de la période de référence.

[114] La même observation peut être faite à l'égard de l'approche stochastique qui retient comme volatilité des actions la valeur de 20 % : ce chiffre correspond peut-être à ce que l'on a pu constater pour des indices sur une longue période mais peut ne pas être adapté au portefeuille de la CAVP. Il est utile de rappeler qu'en 2008, au plus fort de la crise, il n'était pas rare pour certains titres d'afficher des volatilités implicites de l'ordre de 70 % ou 90 %. Sans aller jusqu'à de telles extrémités, il est regrettable que les études n'analysent pas les impacts d'un accroissement de la volatilité, ne serait-ce que pour disposer d'un ordre de grandeur de la sensibilité à ce paramètre.

[115] Dans le cadre de l'étude, le cabinet MERCER a testé différentes allocations. L'objectif est d'en limiter le nombre tout en couvrant un très large spectre, en faisant varier la part des actions, la part des obligations d'entreprises, la *duration*¹⁵ des obligations et la part des obligations indexées à l'inflation.

2.3.2. Le rendement des réserves de la part du régime de retraite complémentaire gérée par répartition permettrait d'aboutir à un taux de revalorisation de 2,0 % sans mettre en cause la pérennité du régime

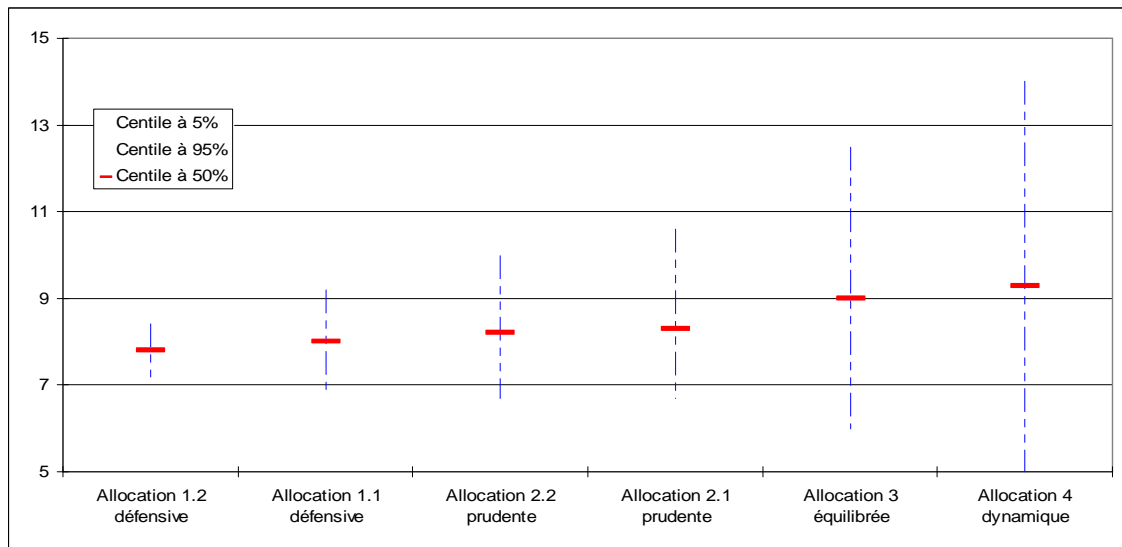
[116] L'équilibre du volet complémentaire par répartition sur longue période est, en premier lieu, évalué à partir du scénario de stabilisation. Pour chaque allocation, sont calculés :

- le taux de revalorisation de la cotisation de référence et de l'allocation qui permet d'atteindre un montant de réserves équivalent à 5 années de prestations dans 50 ans ;
- le taux de revalorisation qui permet de stabiliser le montant des réserves à un niveau supérieur à 5 années de prestations en tendance à très long terme (50 ans et au-delà).

¹⁵ La *duration* d'une obligation est la durée de vie moyenne de tous les flux (intérêts et capital) actualisés. Elle correspond à la somme des durées pondérées par les valeurs actualisées des flux à percevoir rapportée à la valeur présente du titre. Exprimée en unités de temps elle 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.

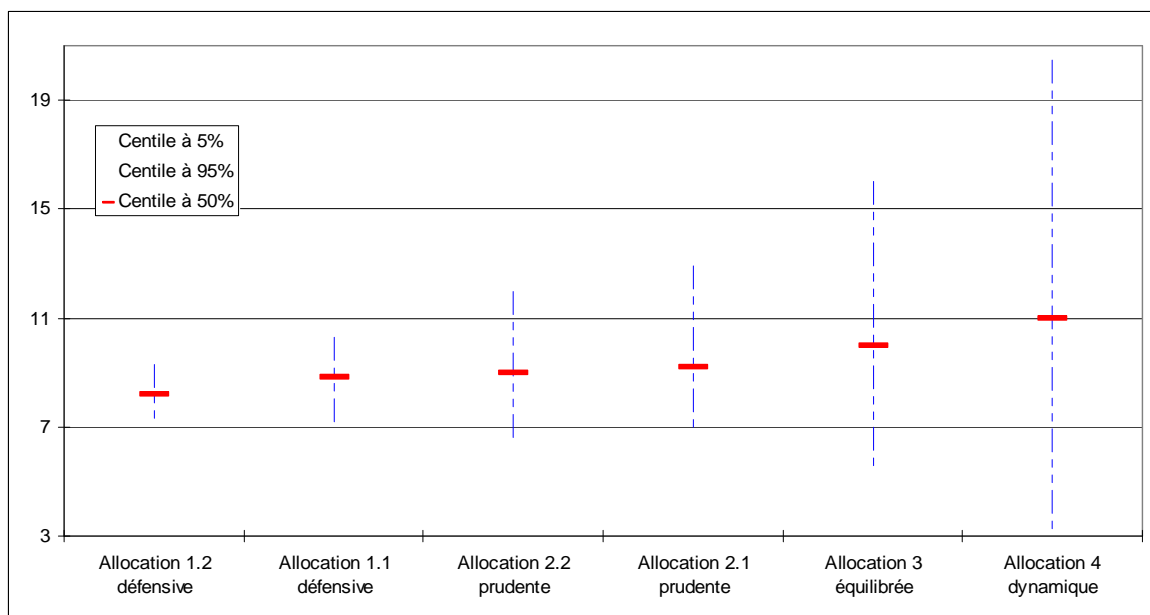
- [117] L'analyse faite par MERCER conclut que, dans le scénario de stabilisation, le rendement des réserves permet d'aboutir à un taux de revalorisation de 2,0 % sans mettre en cause la pérennité du volet par répartition (au moins 5 années de prestation en réserves et, au-delà, stabilité des réserves).
- [118] Pour un niveau de revalorisation de la cotisation de référence de 4 % par an, la revalorisation maximum de l'allocation entière compatible avec la stabilité du régime à long terme est de 3,6 %.
- [119] Afin d'appréhender le niveau de risque associé à chaque allocation, MERCER a simulé, sur un horizon de 1 à 10 ans, l'évolution du régime à partir de scénarii stochastiques. Ces simulations permettent de représenter la distribution du montant des réserves en années de prestations.

Graphique 16 : Analyse rendement-risque à horizon 5 ans : moyenne et dispersion des réserves en années de prestations



Source : Représentation IGAS fondée sur les études MERCER de 2009.

Graphique 17 : Analyse rendement-risque à horizon 10 ans : moyenne et dispersion des réserves en années de prestations



Source : Représentation IGAS fondée sur les études MERCER de 2009.

[120] Les graphiques ci-dessus expriment pour chaque allocation d'actifs étudiée, la valeur moyenne des réserves (trait horizontal) exprimée en années de prestations ainsi que la dispersion autour de cette moyenne. La dispersion est ici représentée au moyen des quantiles à 5 % (base du trait discontinu vertical) et à 95 % (sommets du trait discontinu vertical). Le quantile à 5 % est la valeur maximale des réserves observable dans 5 % des cas les plus défavorables. Par exemple, en ce qui concerne l'allocation 1.1, cette valeur est d'environ 7 années de prestations, ce qui signifie qu'il y a une probabilité de 5 % pour que le montant des réserves soit inférieur à cette valeur. Ce quantile est utilisé dans les études comme une mesure de risque. De même le quantile à 95 % correspond à la valeur maximale des réserves observable dans 95 % des cas les plus défavorables. En d'autres termes, c'est la valeur minimale des réserves dans 5 % des cas les plus favorables. Par exemple, dans 95 % des *scenarii*, les réserves de l'allocation 1.1 sont inférieures à 10,3 années de prestations, ce qui implique que dans 5 % des cas, ces dernières sont supérieures à ce montant. Ce quantile permet d'estimer le montant qui est atteignable dans les environnements les plus favorables et optimistes.

[121] La dispersion affichée permet de prendre conscience du coût en matière de risque inhérent à la volonté d'atteindre les niveaux de réserves les plus importants. Une allocation plus risquée permet d'espérer un rendement moyen plus important par rapport à une allocation eu risquée mais se traduit par une forte dispersion. Chercher une forte performance c'est aussi risquer des pertes importantes. Par exemple, l'allocation 4 permet d'atteindre en moyenne (trait horizontal) un niveau de réserves bien supérieur à l'allocation 1.2 mais, en contrepartie, le quantile à 5 % relatif à l'allocation 4 est bien inférieur à celui de l'allocation 1.2 ce qui signifie qu'en cas de mauvaise fortune la perte probable dans le cadre de l'allocation 4 est bien plus importante qu'elle ne l'est pour l'allocation 1.2.

2.3.3. Si l'objectif de rémunération des capitaux est maintenu à inflation + 2,5 %, les ratios de solvabilité des régimes de retraite complémentaire, obligatoire et facultatif gérés par capitalisation se dégradent rapidement

[122] Pour chaque allocation, sont calculés :

- le rendement distribuable aux cotisants sur les dix prochaines années, en régime fermé, permettant d'équilibrer les comptes chaque année en fonction des règles de modélisation retenues ;
- le rendement distribuable annuel, en régime fermé et en régime ouvert, permettant d'équilibrer les comptes en moyenne sur longue période.

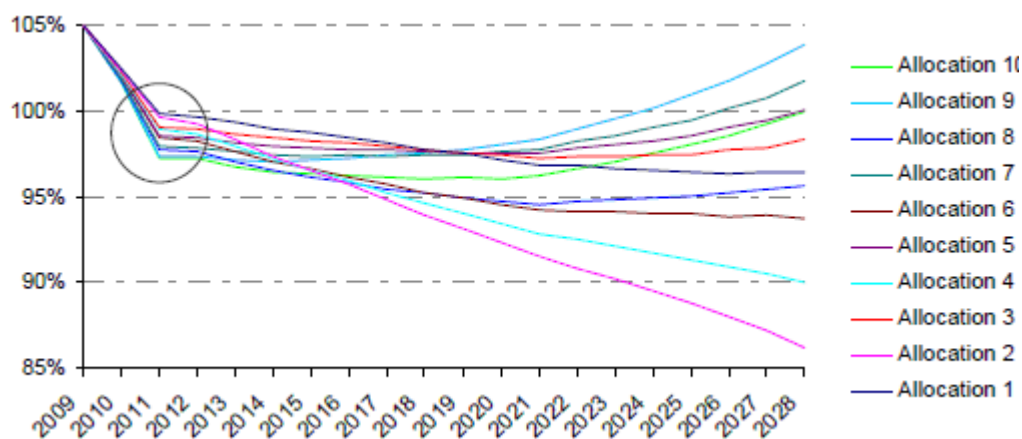
[123] Un scénario de stress est également simulé. Ce dernier est caractérisé par une baisse des taux de rémunération de toutes les classes d'actifs, et une baisse du taux technique à 1,50 % pour les prochaines liquidations.

[124] Dans ce scénario et en régime fermé, le taux technique moyen est au maximum de 1,70 %, alors que le taux de rendement net des obligations tend vers 2,80 %. Il n'y a pas de risque d'insuffisance de rendement **dès lors que le niveau de distribution est limité.**

[125] **Si l'objectif de rémunération des capitaux est maintenu à inflation + 2,5 %, soit 3,5 % dans ce scénario, les ratios de solvabilité se dégradent rapidement.**

[126] Le graphique ci-dessous illustre ce phénomène pour les différentes allocations (sur 20 ans), en régime fermé.

Graphique 18 : Evolution de l'indicateur de solvabilité dans le scénario de stress



Source : Etudes MERCER, 2009.

[127] Ce graphique illustre :

- l'effet négatif des actions à court terme et positif en tendance (allocations 9 et 10) ;
- l'effet négatif en tendance d'une *duration* courte des placements obligataires (allocations 2 et 4).
- **le risque d'insolvabilité du régime à court terme.**

[128] L'insolvabilité doit être ici comprise au sens du cadre théorique et conceptuel posé par les études. Comme cela a été rappelé, il ne peut y avoir insolvabilité au sens strict du terme puisqu'il n'y a pas d'engagement. L'insolvabilité doit être ici entendue comme l'incapacité de couvrir les rentes telles qu'attendues à l'instant de l'évaluation.

- [129] Plus précisément, le risque d'insolvabilité du régime à court terme naît essentiellement de la nécessité de provisionner les moins-values durables¹⁶.
- [130] Compte tenu du niveau des moins-values latentes à fin 2008 et du niveau des taux monétaires, et dans un scénario de poursuite de la baisse des actions, l'approche prudente conseillée à l'époque par le cabinet MERCER consistait à vendre des actions pour se prémunir d'une baisse potentielle ainsi que de céder de l'immobilier pour dégager des plus-values. En effet, investir tôt dans des titres de longue maturité offrant un rendement suffisant permet de couvrir les taux techniques et la revalorisation.

Réponse de l'organisme :

§ 130 : Le 31 décembre 2008, le CAC 40 clôture à 3 217 points. Le 31 décembre 2011, il clôture à 3 159 points. Vendre des actions n'aurait strictement rien changé. Par contre, nous avons suivi les recommandations du cabinet Mercer concernant la détention d'obligations en direct. Fin 2007, nous en détenions 224 M€ et fin 2011, les obligations en direct représentaient 2 000 M€ dont près de 820 M€ dans des fonds dédiés d'obligations de portage.

Observation de la mission :

Ces éléments factuels qui ne contredisent pas le constat fait par la mission de l'approche conseillée par le cabinet Mercer n'appellent pas de réponse.

- [131] **Fin juin 2012, la situation est proche de celle de l'étude dans la mesure où le régime ne dispose pas de réserves substantielles, en dehors de plus-values latentes sur le patrimoine immobilier.**

2.4. *Bien que les recommandations du cabinet de conseil soient en ligne avec les analyses conduites, les larges fourchettes encadrant les allocations stratégiques ne sont pas justifiées*

- [132] Les recommandations afférentes aux allocations stratégiques issues des études faites par MERCER se retrouvent dans les tableaux ci-dessous.

¹⁶ Les seules prises en compte par les études dans la mesure où l'approche est calquée sur celle du code des assurances qui n'impose pas la dépréciation dès le premier euro.

Tableau 22 : Allocations préconisées pour la part du régime complémentaire gérée par répartition.

	Minimum	Allocation cible	Maximum
Monétaire et gestion alternative	0 %	10 %	15 %
Obligations gouvernementales à taux fixe	0 %	15 %	40 %
Obligations gouvernementales à taux indexé sur l'inflation	0 %	5 %	10 %
Obligations d'entreprises	10 %	20 %	30 %
Actions	35 %	50 %	65 %

Source : Etudes MERCER, 2009.

Tableau 23 : Allocations préconisées pour la part du régime complémentaire gérée par capitalisation

	Allocation fin 2008	Réallocation conservatoire 2009	Minimum	Allocation cible	Maximum
Monétaire et gestion alternative	19 %	<<19 %	0 %	5 %	10 %
Obligations à taux fixe en direct	15 %	>>15 %	40 %	50 %	60 %
Obligations via des OPC	42 %	<42 %	0 %	10 %	20 %
Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation	1 %	1 %	0 %	5 %	10 %
Actions	14 %	<14 %	15 %	20 %	25 %
Immobilier	9 %	<9 %	5 %	10 %	15 %

Source : Etudes MERCER, 2009.

Tableau 24 : Allocations préconisées pour le régime invalidité décès

	Minimum	Allocation cible	Maximum
Monétaire	10 %	15 %	30 %
Total monétaire	10 %	15 %	30 %
obligations zone euro de <i>duration</i> 7-10ans	30 %	45 %	60 %
Obligations internationales couvertes contre le risque de change	0 %	5 %	10 %
Total obligations	10 %	50 %	60 %
Actions zone euro		17,5 %	
Actions internationales couvertes à 50% contre le risque de change	20 %	17,5 %	50 %
Total actions	20 %	35 %	50 %

Source : Etudes MERCER, 2009.

[133] L'examen de ces préconisations appelle trois remarques majeures. **En premier lieu, la longueur des intervalles tolérée par MERCER entre la borne minimale et maximale pour chaque classe d'actif est particulièrement importante et contraste avec le sérieux affiché dans les études de risque.** Une allocation stratégique respectant l'allocation cible est totalement différente de celles correspondant aux bornes maximales et minimales autorisées. En particulier, les quantiles présentés dans le cadre du volet par capitalisation amènent à des compositions, et donc des analyses, pour le moins différentes, si on considère une allocation comportant 15 % d'actions et une autre en prévoyant 25 %.

- [134] **Le regroupement des actifs monétaires et de gestion alternative n'a pas de sens.** Les actifs monétaires ont vocation à être des actifs de taux de court terme (leur horizon de placement étant inférieur à 6 mois) alors que la gestion alternative se caractérise par des stratégies hautement risquées et spéculative à un horizon plus important (cf. Annexe 9 OPCVM). Le comportement des deux compartiments est de fait radicalement différent.
- [135] **Enfin, la différence de traitement entre les volets par répartition et ceux par capitalisation amène à penser que la répartition est plus tolérante à une forte proportion d'actions.** Ce fait n'est pas démontré à ce jour ni dans les études de MERCER ni dans la littérature. L'approche utilisée pour examiner la viabilité des régimes par capitalisation amène à considérer la notion de représentation des engagements sur le long terme, engagements qui sont provisionnés. En simplifiant à outrance, il s'agit simplement de regarder si, au fil du temps, les actifs sont en mesure de couvrir les « passifs ». Généralement, le surplus des actifs sur les « passifs » n'est pas suffisant pour autoriser les placements les plus risqués, si bien que même si le potentiel de rendement des actions est important, leur potentiel de perte l'étant tout autant, il convient de limiter de tels investissements afin d'éviter la non couverture des engagements. MERCER appelle d'ailleurs l'attention sur ce point.
- [136] Le parti pris dans l'analyse des régimes par répartition est différent. Dans la mesure où les cotisations sont destinées à financer les prestations, les éventuelles réserves sont considérées comme « une poire pour la soif » permettant de lisser une éventuelle bosse démographique ou tout autre choc futur. La difficulté d'appréhender la nature des déficits futurs, de les projeter, de choisir un horizon temporel pour les calculs et de disposer d'une règle prudentielle comme celle de la couverture des engagements fait que, souvent, il est plus simple de se contenter de raisonner sur la période d'extinction des réserves dans tel ou tel cas jugé probable ou défavorable.
- [137] **In fine, la politique de placement se résume à des allocations stratégiques dont les marges sont conséquentes.**

Réponse de l'organisme : *§ 137 : La politique de placement ne se résume pas, elle s'appuie sur les allocations stratégiques déterminées et s'adapte autant que possible aux conditions de crise extrêmes vécues sur la période.*

Observation de la mission : *Définie comme un document formalisé permettant d'orienter l'action et d'apprécier la conformité de celle-ci au document précité la politique de placement se limite bien à des allocations stratégiques aux marges conséquentes. La réponse montre que la caisse ne semble pas pouvoir comprendre que définir une politique n'est pas remplir un document purement formel et s'adapter ensuite aux circonstances. Qui plus est si la politique « ne se résume pas » et « s'appuie » sur l'allocation stratégique, il est étonnant que la caisse ne développe pas les différents éléments qu'elle estime faire partie de sa politique. Observation maintenue.*

2.5. La caisse n'a pas formellement défini une politique immobilière et en fin de période celle-ci paraît surtout répondre à l'objectif de dégager des plus-values

- [138] L'immobilier de la caisse et la manière dont il est géré sont analysés à l'annexe 10.

2.5.1. Le conseil, bien que correctement informé, des actions menées n'a pourtant pas validé de politique formalisée pendant la période sous revue

- [139] Des orientations ont été décrites lors des entretiens menés par la mission. Il ne s'agit toutefois pas d'une politique formalisée et validée par le conseil d'administration.

[140] Celui-ci est correctement informé de l'évolution de ce patrimoine sous réserve des observations faites ci-dessous sur le rendement et il est saisi à la fois des projets de cessions et d'acquisitions. Pendant la période sous revue, bien qu'aucune politique n'ait été formalisée et validée, il peut être fait état d'éléments de politique générale sous forme d'information à la suite de la discussion d'une opération particulière.

[141] Ainsi lors du conseil du 29/11/07, à la question d'une administratrice qui demande si la caisse envisage de faire des achats immobiliers *« puisque l'immobilier doit représenter un certain pourcentage de nos actifs »*, le président répond *« nous cherchons d'abord des opportunités pour vendre l'immeuble Marbeuf [...] Nous recherchons toujours des immeubles à acheter dans de bonnes conditions mais l'immobilier est cher et notre réactivité est relativement limitée. Il y a peu de très bonnes affaires et si toutefois il y en a elles se font immédiatement. L'organisation de notre service immobilier fait que nous avons toujours souhaité avoir plutôt des immeubles sur Paris qu'en province. Les difficultés que nous avons aujourd'hui à trouver des immeubles dans le triangle d'or de la capitale font que nous nous orientons vers des zones un peu extérieures. Des propositions nous sont faites de ventes en état d'achèvement que nous regardons avec beaucoup d'attention »*.

2.5.2. La nécessité de dégager des plus-values conduit depuis 2010 la caisse à souhaiter réaliser ses plus-values latentes sans qu'une politique formalisée ait été présentée au conseil

[142] Lors du conseil du conseil du 1/4/2010 le directeur ajoute à la suite du vote d'une proposition de décision sur une autorisation de cessions *« dans les mois qui viennent nous allons devoir proposer une politique de gestion immobilière parce que nous sommes en situation de risque en raison d'une diversification insuffisante. Le patrimoine est concentré sur Paris QCA et un seul immeuble totalise 20 % des surfaces. De plus, nos immeubles sont en majorité occupés par un locataire unique. Nous devons par ailleurs gérer les contraintes environnementales introduites par le Grenelle I et le Grenelle II (...). Enfin le marché de l'investissement va être impacté par la directive solvency (...) en immobilier, pour 100 euros investis, ils [les assureurs] devront allouer 25 euros de fonds propres. De ce fait, les assureurs commencent à vendre des immeubles »*

[143] Le rapport d'activité 2011 décrit la création d'une SCI pour l'immeuble avenue des Champs Elysée en indiquant que *« l'opération est inscrite dans une démarche de prise de bénéfice destinée à financer la revalorisation des capitaux et des pensions du régime de retraite complémentaire des pharmaciens au titre de l'année 2011 »*.

[144] Cette politique est en train d'évoluer du fait de la nécessité de dégager des plus-values pour financer les distributions.

[145] Lors du bureau exécutif du 24/11/2011 il est indiqué que *« dans le cadre de sa recherche de diversification de ses investissements immobiliers »* la caisse a investi dans deux fonds immobiliers, l'un investi dans des centres commerciaux en Allemagne, l'autre dans un fonds commun de capital risque et dont l'objet est d'investir dans l'achat d'hôtels en France et éventuellement en Allemagne pour un rendement escompté *« entre 12 et 15 % »*.

[146] Mais surtout le compte rendu montre clairement que la caisse est en réalité poussée par la nécessité de nourrir le compte d'exploitation par des plus-values : « *il y a même une [raison de vendre] supplémentaire c'est qu'il va nous falloir, chaque année, alimenter notre compte de résultat, et donc placer les régimes en situation de revaloriser les pensions et les capitaux sans le concours des actifs des valeurs mobilières traditionnelles qui, d'une part, sont faiblement rémunératrices en taux d'intérêt et d'autre part, vous avez pu constater en regardant le portefeuille titre que nous avons plutôt des moins values* ». La perspective d'une « *dépréciation* » à l'avenir « *parce que l'immeuble n'est pas au niveau des normes environnementales* » conduit la caisse, qui estime la valeur de l'immeuble à 120-125 M€ selon que le loyer estimé (qui n'est pas précisé) correspond à un rendement de 5 ou 5,2 %, à fixer un nouveau de prix minimum à 110 M€. Le compte rendu précise ce qui sous-tend la réelle motivation de la vente : « *on estime en 2012 la valeur nette comptable à environs 30 millions d'euros, ce qui donne un niveau de plus-values non négligeable. C'est plus de la moitié du résultat qui est nécessaire pour financer un niveau de revalorisation convenable* ».

[147] Une intervention du directeur adjoint au bureau exécutif du 9/2/2012 indique clairement cette orientation « *le patrimoine immobilier, à l'exception du siège, étant détenu par le régime de capitalisation, les plus-values générées par Nanterre et Champs Elysées sont versées au compte de résultat vu précédemment. Il ajoute qu'il faudra inévitablement faire un arbitrage immobilier en 2012 pour « moissonner » une partie de la plus value latente du portefeuille. Les coupons ne génèrent que 80 millions d'euros de revenus dont une partie n'est pas forcément mobilisable chaque année puisqu'elle est logée dans des fonds de portage qui ne distribuent pas de revenus pour des raisons fiscales. C'est donc un rendement que nous avons l'assurance de percevoir mais sur la durée. Devant distribuer 150 à 160 millions, nous ne pouvons plus compter sur les plus-values de cession du portefeuille titres de valeur mobilières trop peu importantes. Les assureurs arbitrent leurs immeubles tous les cinq à dix ans. Nous n'avons pas la capacité aujourd'hui de nous priver de l'abondement représenté par les plus-values de cession immobilières* ».

[148] Cet objectif peut être atteint par des cessions ou par la constatation comptable des plus-values en transférant les immeubles détenus à des SCI. Dans le second cas les plus-values ne sont que comptables et ne génèrent pas de flux financiers ; la caisse conserve, par contre, indirectement, la propriété du bien.

[149] La caisse dans ses réponses faites aux questions de la mission fait état de deux « lignes stratégiques » fixées par le conseil c'est à dire :

- La diversification des actifs en termes de typologie, de secteur géographique ;
- L'adaptation aux règles actuelles et à venir en termes de consommation énergétique et de qualité environnementale.

[150] Ces orientations ne constituent pourtant pas une politique définissant la nature de la diversification et ce qui en est attendu et une réelle politique avec des objectifs et un phasage. On peut craindre que ce large canevas serve surtout à justifier des désinvestissements nécessaires pour réaliser les plus-values que le portefeuille mobilier ne fournirait plus.

Recommandation n°3 : Définir une politique formalisée de placement immobilier validée par le conseil d'administration

Réponse de l'organisme : § 142 - § 150 : *Nous ne comprenons pas pourquoi la mission s'interroge sur la prise de bénéfices sur notre patrimoine immobilier, qui est une pratique de bonne gestion et largement pratiquée par les organismes comparables. Néanmoins, une politique formalisée de gestion immobilière sera présentée en Conseil d'Administration en 2013*

Observation de la mission :

La réponse témoigne d'une lecture inattentive des observations ; la mission ne s'interroge pas elle décrit les actions mises en œuvre, sans les critiquer ni les féliciter. La réponse confirme le constat d'une action mise en œuvre sans qu'une politique formalisée soit présentée au conseil d'administration. Vu pour la mise en œuvre prévue de la recommandation.

- [151] Les plus-values latentes représentent au 31/12/2011 un montant de 269 M€. Si on fait l'hypothèse d'un besoin de distribution annuel de 160 M€, d'un montant de coupons de 80 M€ dont la caisse ne récupérerait que la part relative aux obligations détenues en direct (40 % de la poche taux hors OPCVM monétaires au 31/12) soit 32 M€ et de loyers de 9 M€¹⁷ en l'absence de plus-values de cessions le montant du besoin annuel serait de 128 M€. **Les plus-values latentes sur l'immobilier permettraient de couvrir ce besoin pendant deux ans.**

Réponse de l'organisme :

§ 151 : Les chiffres donnés par la mission sont inexacts.

Les données que nous vous avons transmises et reprises dans le tableau 8 de la page 17 font état de revenus des VMP à fin 2011 de 59,508 M€. Avec un montant de loyers de 9 M€, le besoin annuel serait donc de 91,5 M€ et non pas 128 M€. Ce montant représente 3 ans de plus-values latentes en tenant compte de l'augmentation des revenus grâce aux acquisitions de titres obligataires sur l'année 2012.

Observation de la mission :

Ces chiffres ne sont pas inexacts mais constituent une évaluation sur la base d'hypothèses présentées au sein desquelles s'est d'ailleurs glissée une erreur dans le calcul du besoin de annuel (+160-32-9=119). La caisse en prend d'autres, plus favorables (+160-59,5-9=91,5). Dans le premier cas, les plus latentes de l'immobilier permettent de couvrir les besoins de distribution pendant 2,3 années et l'autre pendant 2,9 années. A l'échelle de gestion d'une caisse de retraite, cela ne change pas réellement le constat qui est que la possibilité de répondre aux besoins de redistribution est fortement dépendante de l'évolution à court terme des marchés financiers.

3. LA FAIBLE GOUVERNANCE ET L'ABSENCE DE CONTROLE INTERNE NE PERMETTENT PAS A LA CAISSE DE MAITRISER SES RISQUES

3.1. La gouvernance est faible et la direction n'est, s'agissant des placements, pas réellement contrôlée

- [152] La gouvernance est analysée précisément en annexe 11 documentée par la lecture des procès verbaux des conseils d'administration et du bureau exécutif, ainsi que par les entretiens menés.
- [153] Il a été clairement indiqué au cours du premier entretien par le directeur de la caisse que, « compte tenu de la taille du conseil d'administration », celui-ci ne joue pas un rôle décisionnel s'agissant des placements ; et que le bureau exécutif est, dans ce domaine « l'instance de décision ». Si les investigations corroborent cette opinion s'agissant du conseil d'administration, elles montrent que le bureau exécutif est, lui aussi, une instance de validation, et que la direction de la caisse est l'instance décisionnelle en matière de placements avec un contrôle très limité des instances élues.

¹⁷ Produits exploitation 25 M€ (2011) – Charges exploitation 14 (2011) – impôts 2 (2010 pour tenir compte effet cession 2011)

3.1.1. Le conseil d'administration est informé mais est essentiellement une instance de validation en matière de placements financiers

[154] Le conseil d'administration se réunit trois fois par an, au printemps, à l'été et en fin d'année. Outre son rôle de surveillance de la mise en œuvre de la politique de placement, comme de l'ensemble des politiques, il se prononce sur l'allocation stratégique des actifs et sur les orientations de la politique de placement chaque année

3.1.1.1. Allocations stratégiques.

[155] Les allocations stratégiques et les marges qu'elles comportent sont soumises au conseil mais de manière globale, de sorte qu'elles ne font l'objet que de peu de discussions.

[156] Au conseil d'administration du 23/11/2006, l'allocation stratégique du régime complémentaire est présentée de manière succincte (non jointe au compte rendu) par le directeur : « *L'analyse recommande une allocation stratégique en actions comprise en répartition entre 50 % et 60 % et en capitalisation de 20 %* ». Il n'est pas fait référence aux placements monétaires ni à l'immobilier. Il n'est pas indiqué si cette allocation est en valeur de marché ou en valeur comptable.

[157] Cette présentation fait l'objet d'une remarque : « *le président PARROT trouve qu'il manque à cette étude une analyse fonctionnelle en fonction du risque prudentiel ainsi qu'une indication du pourcentage qui pourrait être exposé à un risque* ». Le compte-rendu ne fait pas état d'une réponse à cette observation.

[158] Au conseil du 20/3/2007 est présentée l'allocation stratégique du régime invalidité décès en référence à une étude (non jointe au compte rendu) qui « *préconise une allocation en actions autour de 45 à 50 % et pour la partie obligataire, sous forme d'OPCVM ou en direct, un objectif de durée de l'ordre de 9 ans, ce qui correspond à la durée moyenne du passif* ». Elle est votée sans observations à l'unanimité. Cette part action apparaît élevée au regard de la nature du risque invalidité décès qui est plutôt un risque court par rapport à la retraite.

[159] Les allocations stratégiques du régime complémentaire et du régime invalidité décès présentées au conseil d'administration des 19-20-21 juin sont plus précises que celles de 2006 car vont au-delà de la catégorisation actions/obligations. Elles laissent toutefois une marge tactique extrêmement large (cf. *infra*). Il est prévu une allocation provisoire pour 2009 ce qui rend plus grande encore la marge de manœuvre laissée à l'allocation tactique. La proposition fait l'objet d'une question de M. PARROT qui demande s'il ne serait pas intéressant de réorienter les investissements en actions vers des valeurs de rendement. Il lui est répondu que le rendement des actions s'est amélioré depuis mars, étant alors précisé que les obligations ont rapporté plus que les actions sur 10 ans.

[160] Le contenu de l'allocation fait une moindre part au monétaire mais introduit la gestion alternative et accroît la part obligataire. On notera que l'introduction de la gestion alternative se fait de manière peu visible, voire non compréhensible par les administrateurs. L'allocation stratégique de 2006 prévoyait une cible de 15 % pour les placements monétaires et ne mentionnait pas de gestion alternative.

[161] En effet, le compte rendu du conseil d'administration indique qu'il est proposé de « *réduire la part des placements monétaires dynamiques et de la gestion alternative* » et de la fixer à 10 % en cible. **Cette rédaction n'indique pas que l'on va introduire de la gestion alternative. Par ailleurs, inclure dans la même poche des placements monétaires pratiquement sans risques et de la gestion alternative qui peut en comporter beaucoup n'a aucun sens. On ne peut en déduire que l'introduction de la gestion alternative ait été réellement discutée de sorte que ce choix soit validé dans de bonnes conditions. Les produits et modes de gestion correspondants offrent un couple rendement/risque déséquilibré et des modes de gestion complexes qui en font des actifs très particuliers et générateurs de risques. Des explications au conseil auraient dû être données, faute qu'elles aient été demandées et il devrait y avoir des traces de débats.**

- [162] Le conseil a été informé que cette allocation n'a pas été respectée pendant plusieurs exercices.

Réponse de l'organisme : § 162 : *Le Conseil d'Administration a été informé et a validé la politique de réduction des risques par rapport à l'allocation stratégique.*

Observation de la mission : *La portée de cette « validation » est discutable au regard des observations faites sur le fonctionnement du conseil en général. La mission a pu documenter l'information pas une réelle validation. La mission note par ailleurs l'amalgame qui est fait entre « réduction des risques » et la seule diminution du montant des investissements en actions. Ce constat en dit long sur l'absence de prise en compte par la caisse des nombreux facteurs de risques financiers auxquels elle est soumise.*

- [163] Lors du conseil de décembre 2008, il est demandé au conseil d'autoriser « de dépasser les limites d'action de plus ou moins 10 % entre l'allocation tactique et l'allocation stratégique ». Le conseil est informé que le régime invalidité-décès ne respecte pas ces limites depuis juin 2008 (au 31/10/2008 : 26 % d'actions pour une limite basse de 35 %) et des dépassements de la section répartition du régime complémentaire (31 % contre 45 %) et du régime ASV (4 % contre 40 %). La partie facultative du régime complémentaire est, elle, dans les limites (13 % contre 10 %).
- [164] Lors du conseil de décembre 2009, il est demandé la même dérogation pour l'exercice 2010. Cette dérogation est confirmée lors du conseil de juin 2010 : il est demandé de pouvoir réduire de plus de 10 % la part des actions des portefeuilles c'est-à-dire à « gérer les portefeuilles de manière plus prudente que ne l'autoriserait le règlement financier ». A cette date, le portefeuille du régime de retraite complémentaire par répartition comporte 38 % d'actions pour un minimum autorisé de 40 %.
- [165] Toutefois ce type d'information ponctuelle n'est pas à la hauteur des durées de non respect de l'allocation que la mission a analysées par ailleurs ; il serait plus pertinent de fournir au conseil une chronique du respect (ou non) des marges permettant un suivi dans le temps.

Réponse de l'organisme : § 165 : *Les documents fournis à chaque Conseil d'Administration détaillent l'allocation réalisée par rapport à l'allocation stratégique.*

Observation de la mission : *Il n'est pas répondu à l'observation qui porte non sur la fourniture d'une information à un moment particulier mais sur celle de chroniques permettant un suivi dans le temps. Observations maintenue.*

3.1.1.2. Les orientations de placement pour l'exercice

- [166] Les orientations sont présentées au conseil d'administration du printemps, c'est-à-dire une fois l'exercice entamé. Les documents remis à la mission ne retracent un vote formel de ce conseil que depuis l'exercice 2008. Dans aucune des années sous revue il n'est fait état d'une observation d'un membre du conseil sur ces orientations et les votes ont toujours lieu à l'unanimité.
- [167] Les orientations présentées correspondent à l'allocation tactique prévue pendant l'année dans le cadre de l'allocation stratégique définie sur une base triennale. Elles font usage d'un vocabulaire qui nécessite une maîtrise de la gestion financière qui va au-delà de ce qu'on peut attendre d'un pharmacien, membre de conseil d'administration, ne disposant pas d'une formation financière de base. Elles sont présentées dans des termes qui ne permettent pas une réelle compréhension par un non spécialiste.

2006 « Une diversification sur un ou plusieurs fonds long/short equity stratégie alternative caractérisée par un biais long sera également étudiée pour réduire l'exposition directionnelle du

portefeuille en cas de retournement des marchés »

- [168] Elles comportent des éléments qui traduisent la possibilité de risques significatifs dont il n'est pas évident que le conseil en mesure la réelle portée.

2007 « *Les stratégies d'exposition positive à la volatilité des actifs financiers, sensées (sic) amortir une éventuelle correction des marchés, seront également utilisées dans le cadre de la gestion tactique des portefeuilles* »

2008 « *De nouvelles solutions seront étudiées pour tirer bénéfice de la forte volatilité des actions (fonds de « reverse convertible »)* »

2007 « *Les nouvelles allocations [de trésorerie] seront effectuées auprès de gestionnaires ayant démontré une réelle performance dans la gestion des différents moteurs de performance utilisés (stratégie de gestion alternative, titrisation de créances, dérivés de crédit ...)* »

2008 « *Pour améliorer le rendement [...] une convention de prêt de titres pourra être régularisée avec le dépositaire des portefeuilles. Cette prestation pourra donner lieu à l'externalisation des opérations comptables* »

- [169] Elles laissent une très large marge de manœuvre au bureau exécutif et à la direction en application des marges laissées à l'allocation tactique par l'allocation stratégique. L'utilisation de ces marges n'est pas orientée par la politique annuelle.

- [170] Entre 2007 et 2010, il est fait état d'une convergence vers l'allocation stratégique, sans que le degré de cette convergence, c'est-à-dire l'écart entre la cible et la réalité, soit précisément défini. Les formules utilisées comparables avec celle donnée pour 2009 qui figure à l'encadré ci-dessous sont particulièrement vagues. La convergence a selon les orientations pour 2011 été réalisée en 2010.

2009 « *La réallocation des capitaux sera opérée par ajustements successifs selon un calendrier établi en fonction du contexte macro-économique et de l'évolution des marchés [...]* ». La périodicité de re-balancement des actifs détenus en excédent des pondérations recommandées n'est pas explicitement fixée.

- [171] S'y ajoute en plus la possibilité de s'écarter des marges ouvertes à l'allocation tactique :

2007/2008/ « *L'exposition par classe d'actifs pourra, ponctuellement (notamment à la suite d'opérations portant sur des lignes importantes [...]) s'écarter de l'allocation stratégique sans que cette situation soit motivée par une décision d'allocation tactique* ».

- [172] Elle traduit une politique financière dont le rendement à long terme n'est pas la préoccupation majeure faisant appel à des actifs qui ne seraient, sans ambiguïté, pas admissibles s'ils étaient directement détenus par la caisse (cf. 4.2).

2006 La CAVP « *privilégiera une sur-pondération tactique des placements actions en **pariant** notamment [...] sur un rattrapage des marchés américains* »

2011 « *La CAVP poursuivra en 2011 ses investissements en OPCVM dits de « performance absolue » [...] il s'agit par exemple de stratégies sur la volatilité sur les arbitrages d'actions, sur les fusions/acquisitions* ».

3.1.1.3. Les points traités pendant les conseils montrent une information réelle mais perfectible

- [173] La mission a lu les comptes rendus des conseils d'administration et effectué un relevé des points traités relatifs aux placements financiers.

- [174] A l'ensemble des conseils, il est rendu compte des travaux de la section permanente (devenue bureau exécutif) qui portent notamment sur ces points, il est présenté un point sur les actifs financiers avec des données sur leur composition et leur performances et il est rendu compte des principales opérations menées, soit pendant l'année antérieure, soit depuis le dernier conseil.
- [175] Lors de la première réunion du conseil sont présentés le rapport d'activité, les travaux de l'auditeur externe mandaté sur les comptes et les comptes. Le rapport d'activité en particulier présente des données sur la gestion des placements.
- [176] A la suite de la crise financière de fin 2007, les informations apportées au conseil ont été accrues, par exemple sur le rendement avec l'apparition de la notion de taux de rendement interne en 2008.
- [177] Il lui est présenté une information complète sur la situation financière de la caisse et des données sur la situation des placements. La partie « questions financières » du conseil d'administration comprend de manière systématique :
- une présentation de l'évolution des marchés financiers ;
 - la performance du portefeuille depuis le dernier *reporting* ;
 - les principales opérations réalisées depuis le dernier *reporting* ;
 - un tableau de rendement interne depuis le début de l'exercice avec l'évolution des principaux indicateurs de marché mais sans comparaison directe (depuis 2008) ;
 - la décomposition des portefeuilles cantonnés en valeur d'acquisition et valeur de marché ;
 - le portefeuille consolidé selon la classification du décret de 2002 ;
 - l'information sur le portefeuille titre donne la valeur des moins values latentes et il est indiqué que « *les administrateurs ont pris connaissance des graphiques de performance des fonds* » sans que ceux-ci soient joints aux comptes rendus fournis.
- [178] Cette partie fait l'objet d'un vote depuis le conseil d'administration du 18/6/2010. Auparavant le conseil se limitait à approuver le compte rendu de son activité qui comporte une partie liée aux placements.
- [179] Si le conseil est informé, on peut s'interroger sur la lisibilité de cette information pour ses destinataires. Pour une grande partie de la période, elle est donnée de manière brute sans comparaison avec des références. Par exemple, la comparaison de la performance des différentes poches d'actif avec des indices de référence n'est pas formellement présentée dans des tableaux et des graphiques. A cet égard, le conseil est moins bien informé que ceux d'autres caisses, ayant pourtant un patrimoine moins important, récemment contrôlées par l'IGAS.

Réponse de l'organisme : § 179 : *La fourniture des comparaisons avec les principaux indices de marché est systématique depuis avril 2008.*

Observation de la mission : *La réponse valide l'existence de graphiques de performance mentionnée dans l'observation bien que non fournis à la mission. L'observation est maintenue.*

- [180] Par ailleurs, le compte rendu des travaux montre que son rôle de supervision du conseil est dans la pratique limité : il ne fait jamais pratiquement aucune observation (retracée dans les documents fournis) au sujet du compte rendu dont il est destinataire.
- [181] Sur la période il n'y a eu que deux réactions retracées de membres du conseil au rapport du directeur pour ce qui concerne la gestion des placements, en 2006 et 2007, et aucune depuis lors.

29/3/2006 rapport du directeur « *Monsieur PARROT estime que c'est un très bon document et demande s'il ne serait pas possible d'y adjoindre une synthèse qui donnerait à la fois les*

tendances, les évolutions, les changements et les arbitrages réalisés, pour montrer l'évolution d'une année sur l'autre de la gestion financière ». Le compte rendu ne fait pas état d'une réponse à cette demande.

20/3/2007 rapport du directeur « *Monsieur PARROT souhaite savoir si le flux financier généré par l'importance des réserves du régime complémentaire de classe 1 qui ont augmenté de 6 mois en un an et s'élèvent à 6 ans et 5 mois, produit lui-même le trimestre supplémentaire qu'il faut prévoir dans le cadre de l'augmentation de la durée de vie. Il demande si maintenant la réserve du régime complémentaire classe 1 s'autofinance et s'il est nécessaire de faire toujours des versements à cette réserve* ». La réponse est « *qu'il n'y a pas d'affectation et que d'après nos simulations nous allons vers onze années de réserve. A partir de 2020-25 nous entamerons les réserves qui nous feront tenir jusqu'en 2055.* »

[182] **Par ailleurs la notion de risque n'apparaît jamais, le sujet étant uniquement traité sous l'angle de la performance financière.** Le conseil n'est pas en mesure d'avoir une évaluation du risque pris dans la gestion du portefeuille. **Pourtant lors des conseils d'administration du 31/3/2011 et du 3/12/2011, les administrateurs approuvent à l'unanimité les opérations financières effectuées et « la politique de risque proposée ».** Sur ce dernier point, il est fait approuver aux administrateurs une politique de risque qui n'a nullement été définie.

Réponse de l'organisme : § 182 : *L'exemple de décembre 2008 (voir notre réponse au paragraphe 13) illustre le type de débat sur le risque discuté quasi systématiquement.*

Observation de la mission : *La réponse ne porte que sur une réunion de conseil et n'infirmes donc pas l'observation qui porte sur le faible nombre de cas où la notion de risque est évoquée et le fait que le conseil valide une politique de risque non définie c'est-à-dire donne un blanc sein au président et à la direction. Observation maintenue.*

Observation de la mission : *Par ailleurs l'exemple en question (reproduit ci-dessous) est effectivement significatif de la faiblesse du rôle du conseil d'administration, en effet l'exemple fourni par la caisse est le compte-rendu de l'intervention du directeur sans aucune trace de débat. Par ailleurs, on notera que le paragraphe dans lequel le directeur dit « nous n'avons pas acheté de titrisation ou de produits structurés dont on vous parle dans la presse » n'est pas littéralement inexacte car la caisse n'en a pas acheté est néanmoins entaché d'une importante omission : la caisse s'est néanmoins largement exposée à ce type de produit au travers d'un fonds qu'elle détient.*

Extrait du Conseil d'Administration du 4 décembre 2008 fourni par la CAVP en réponse

En introduction à la question sur la situation financière de la CAVP, Monsieur de RODELLEC précise la manière dont les finances de la CAVP ont été gérées cette année. Il rappelle que lors du Conseil d'Administration de Nantes, le Conseil avait préconisé une gestion prudente par la baisse des montants investis en actions. La gestion financière, qui n'est pas une science exacte avec des succès et des échecs ainsi que des actions en demi-teintes, est, pour les équipes de la CAVP qui s'en occupent, une préoccupation majeure, de tous les instants, stressante. Il ne faut pas oublier qu'il y a six milliards d'en cours qui est l'argent que vous avez placé à long terme.

D'un point de vue personnel, Monsieur de RODELLEC estime qu'il a rarement trouvé une telle connivence et une telle implication dans la responsabilité de cette équipe et juge remarquable l'articulation de l'équipe de la gestion financière avec la Section Permanente. Il ajoute que personne n'a la vérité révélée et les discussions qui s'y passent à chaque fois nous encouragent, nous donnent des pistes de réflexion. Les Membres de la Section Permanente sont très actifs et

participent fortement aux discussions. De l'avis de Monsieur de RODELLEC, ce climat de travail, d'interrogations, est un des facteurs important du résultat obtenu.

Monsieur de RODELLEC pense que le travail effectué a mis en exergue la souplesse de la CAVP donnée grâce aux équipes financières, à la Section Permanente, à la ligne stratégique définie, à un tel niveau de risque accepté, etc... Si aujourd'hui nous n'avons aucun souci en termes de risque de contrepartie, c'est-à-dire que nous n'avons prêté en aucune façon à des LEHMANN BROTHERS, que nous n'avons pas acheté de titrisation ou des produits structurés dont on vous parle dans la presse, il faut voir aussi que cela nous a coûté de ne pas en faire en 2004, 2005, 2006. Les Membres de la Section Permanente nous ont vraiment demandé d'être prudents, donc la ligne stratégique est bien fixée mais ne sommes pas administrativement rigides et quand nous estimons que quelque chose doit être adapté nous vous demandons une dérogation en urgence. C'est pour cela que nous sommes obligés de vous demander des autorisations spéciales.

Monsieur de RODELLEC est persuadé que c'est dans les temps de crise qu'il y a la révélation du vrai climat de travail et qu'il y aura des opportunités à saisir pour les années qui viennent. Nous serons obligés de diversifier davantage, d'être plus inventifs mais à chaque fois nous aurons besoin du soutien du Conseil d'Administration mais aussi de la Section Permanente quasiment au jour le jour. C'est un vrai travail coopératif. Aujourd'hui Monsieur de RODELLEC est très fier de voir que le résultat sur le régime d'option est de - 5,67 %, et il trouve que les équipes ont travaillé d'une façon fantastique et pas simplement pour la performance mais aussi pour le contrôle du risque.

[183] Enfin, même dans les cas où des situations particulières sont présentées, à l'instar de la demande qui lui est faite en décembre 2011 d'autoriser la détention de plus de 10 % d'OPCVM dans des conditions peu documentées et qui posent question, le conseil le fait sans question.

La caisse ne peut détenir plus de 10 % d'un OPCVM sauf pendant la première année de son lancement. Lors du conseil d'administration de décembre 2011, il est demandé au conseil d'administration de valider le dépassement du ratio d'emprise de 10 % dans trois de ces fonds : H2O MULTIBONDS (20M€) H2O PATRIMOINE (20m€) et ISISGLOBAL BOND (5 M€). Les justifications données sont les suivantes :

- Pour le gestionnaire H2O le montant atteint par le fonds n'est pas indiqué et les motivations montrent bien la personnalisation du choix des gérants « *Cette société de gestion a été fondée par M. X...[...] la crise et des **performances décevantes** n'ont pas permis à la société de se développer suffisamment (..) nous maintenons notre confiance à M. X. qui a géré pendant des années notre FCP INDOPHARMA OBLIMONDE Avec le succès qu'on connaît* » ; on notera qu'il n'est pas jugé nécessaire de documenter ce succès que les administrateurs ont tous sans aucun doute parfaitement en tête
- Pour le fonds ISIS Global le fonds a atteint 45 M€, « *les performances du fonds sont excellentes (+7,8 % sur un an) mais la crise et **l'aversion au risque** freine (sic) le développement de la société. Nous pensons néanmoins que le fonds devrait dépasser les 50 M€ d'encours* ». Le gérant est sans doute moins connu de la caisse car dans ce cas la bonne performance est notée. Par contre, visiblement, la caisse n'est pas touchée par « l'aversion au risque » qui semble rebuter d'autres souscripteurs.

Dans les deux cas on notera que la direction de la caisse ne juge pas utile de mentionner au conseil la nature précises des fonds en question.

Source : Compte rendu conseil d'administration décembre 2011

[184] Au total le conseil d'administration est informé sur la politique de placement et sa mise en œuvre et il valide les décisions qui lui sont proposées dans ce domaine sans les discuter.

- [185] La difficulté à permettre au conseil d'administration de maîtriser les aspects techniques de la gestion des placements est un sujet qui n'est pas propre à la CAVP. Toutefois celle-ci ne peut se prévaloir de la taille de son conseil, qui est un choix qu'elle a fait (lors des réformes des statuts, la DSS avait ainsi suggéré d'en réduire la taille). De plus, la mission constate que l'information qui lui est fournie est moins préparée et étayée sur des comparaisons que dans d'autres organismes de même nature récemment contrôlés par l'IGAS. En particulier les données sur le rendement ne sont pas étayées sur des comparaisons avec des indices de référence, le conseil n'est pas informé sur le niveau des risques ou la volatilité.

Réponse de l'organisme :
paragraphe 165 et 182).

185 : Affirmations erronées (voir nos réponses aux

Observation de la mission :

Il n'est répondu ni sur la taille du conseil ni sur la comparaison avec d'autres caisses contrôlées par l'IGAS. Les observations auxquelles la caisse fait référence (165 et 182) ont un lien avec la dernière phrase et ont été maintenues, comme l'est l'observation 185.

- [186] De même la caisse n'a indiqué mener aucune action pour former les administrateurs à la gestion financière. Cela est fait par d'autres caisses contrôlées par l'IGAS et pourrait être envisagé par exemple lors de la réunion du conseil d'été qui a souvent lieu en province et sur plusieurs journées.

3.1.2. Le bureau exécutif n'a pas un rôle plus important, contrairement à ce qui a été indiqué lors des entretiens

- [187] La mission a fait une revue des comptes rendus des bureaux exécutifs qui ne comportent pas les dossiers préparatoires joints. Elle a examiné le dossier joint au dernier bureau exécutif de 2011 pour prendre connaissance des éléments complémentaires fournis. Ce dossier est identique à celui fourni au conseil d'administration.
- [188] Le nombre de réunions qui était de sept en 2006 est passé à cinq à partir de 2007, deux épisodes de crises majeurs pendant la période n'ont pas conduit à accroître leur nombre.
- [189] La politique de placement pour l'année est présentée en règle générale au premier, et plus rarement au deuxième bureau de l'année.

Tableau 25 : Points réguliers présentés au bureau exécutif

	Informations sur le portefeuille titre	Evolution des marchés financiers	Rendu compte activité placement	Structure portefeuille	Tableau décret 2002	Flux trésorerie prévisionnels	Performance	TRI
26/01/2006	X	X	X	X	X			
16/03/2006	X							
27/04/2006	X							
09/06/2006	X	X	X					
21/09/2006	X	X		X		X	X	
19/10/2006	X			X		X		
16/11/2006	X	X	X					
23/01/2007	X	X	X				X	
15/03/2007	X	X		X	X			
22/06/2007	X	X	X	X	X			
20/09/2007	X	X	X	X	X		X	
22/11/2007	X		X	X	X			

24/01/2008	X	X	X				X	
20/03/2008	X	X	X				X	
20/06/2008	X	X	X	X	X		X	X
25/09/2008	X	X	X	X	X		X	X
27/11/2008	X	X		X	X		X	X
03/02/2009	X	X	X	X	X		X	X
24/03/2009	X	X	X	X	X		X	X
19/06/2009	X	X	X	X	X		X	X
24/09/2009	X	X	X	X	X		X	X
26/11/2009	X	X	X	X	X		X	X
04/02/2010	X	X		X	X		X	X
18/03/2010	X							
18/06/2010	X	X	X	X	X		X	X
30/09/2010	X	X	X				X	
25/11/2010	X	X	X	X	X		X	X
10/02/2011	X	X	X	X	X		X	X
17/03/2011	X	X	X	X	X		X	X
25/06/2011	X	X	X	X	X		X	X
29/09/2011	X	X	X	X	X		X	X
24/11/2011	X	X	X	X	X		X	X

Source : *Exploitation comptes rendus du bureau exécutif.*

- [190] Le tableau ci-dessus recense les points régulièrement présentés au bureau. Les documents examinés ne montrent pas que le bureau soit sollicité sur le choix des gérants et des produits qu'ils proposent.
- [191] L'information sur le portefeuille titre consiste dans le montant de la plus value ou de la moins value globale, un relevé complet du portefeuille (document CACEIS), des données et graphiques de performance des principaux instruments sans référence à des indices. Lors du bureau exécutif de mars 2012, il a été décidé de ne fournir ces documents qu'une fois par an.
- [192] L'analyse de l'évolution des marchés financiers est une présentation globale de l'évolution pour l'année antérieure en début d'année depuis la dernière réunion pour les autres réunions.
- [193] Le compte rendu de l'activité de placement liste les principales opérations effectuées.
- [194] Des tableaux standardisés donnent la structure du portefeuille y compris par régime et sa ventilation selon les catégories réglementaires.
- [195] Un paragraphe littéraire donne la performance des différentes « poches » pour la période suivie. Lors du premier bureau exécutif de l'année ces données portent sur l'exercice antérieur, et, pour les autres bureaux, sur la période entre deux bureaux. Depuis juin 2008, il est joint un tableau qui donne les taux de rendement interne.
- [196] L'information fournie est volumineuse mais elle ne permet pas directement de relier ce qui est donné au suivi de la politique de placement. Les données ne sont pas mises en perspective par rapport à des objectifs de gestion. La caisse gagnerait à faire un lien entre les *reporting* utilisés par la direction et des éléments fournis au bureau exécutif sur la base d'une adaptation aux besoins des administrateurs.
- [197] Aucune information n'est faite sur les caractéristiques de la gestion du portefeuille. Un tableau des éléments de *reporting* relatifs au fonctionnement comptable des FCP dédiés fourni en janvier 2006 n'est plus fourni par la suite. Il n'existe pas de données sur les frais des différents gestionnaires.

- [198] Avant 2008, le bureau était sollicité pour des autorisations d'opérations spécifiques de montants d'ailleurs très limités par rapport aux investissements de la caisse, ce qui n'était sans doute pas le plus pertinent. Depuis 2008 ce n'est plus le cas.
- Le bureau exécutif entérine sans discussion les propositions qui lui sont faites et ne demande pas d'explications sur les actions mises en œuvre.
- [199] 32 réunions du bureau ont eu lieu entre 2006 et 2011. Pour 28 de ces réunions (87,5 %), le compte rendu ne mentionne aucune intervention des administrateurs de quelque nature que ce soit. Pour 4 de ces réunions, il y a une intervention et jamais sur des sujets généraux mais sur des points particuliers de l'ordre du jour.
- [200] Cela est vrai lors des périodes les plus critiques. Lors de la réunion du 20/09/2007 dans laquelle il est rendu compte des mesures prises pendant la crise de l'été, il est uniquement indiqué : « *Après un large échange de vues, les membres de la section permanente décident de retirer les fonds de la CAVP investis dans les FCP gérés par la société ODDO* ». Il n'est formulé aucune critique sur le fait que les services de la caisse ne se soient pas aperçus que le gérant avait effectué au printemps 2007 « *une réallocation du portefeuille vers les titrisations* » alors que « *cet OPCVM n'était pas supposé détenir des positions significatives en matière de titrisations* ». Il n'est pas plus posé de question plus générale sur la politique de placement ou l'allocation stratégique qui la sous-tend.
- [201] Les rares interventions ou cas où le bureau assortit sa validation des propositions d'un commentaire ne rassurent pas sur l'approche prise par le bureau dans laquelle le rendement prévaut largement sur le risque.
- [202] Le 20 mars 2008 alors que le directeur indique que « *nous avons une dépréciation d'actifs de 120 millions d'euros sur le régime de capitalisation depuis le début de l'année* », un administrateur intervient pour dire qu'il « *qu'il est surtout très important d'avoir des valeurs dont le rendement progresse* », ce qui n'apparaît pas comme une maîtrise du lien entre risque et rendement. Il s'ensuit une discussion sur l'opportunité d'investir, à l'égard de ce qui a été fait en Hollande (sic), dans l'acquisition de fonds de pharmacie, d'une part, dans la société COGEDIM d'autre part qui apparaît relativement déconnectée de la situation financière qui a plus que divisé par deux les plus-values latentes.
- [203] Le 18/6/2010, après la présentation des actions menées par les services de la caisse « *Les membres du bureau exécutif valident les opérations financières réalisées et réitèrent la ligne stratégique de prudence à maintenir dans ces moments d'incertitude sur les marchés financiers* ». Lors de la même séance, après avoir accepté de présenter au conseil d'administration la possibilité de réduire une poche d'actifs au-delà de la marge de 10 % prévue autour de la cible fixée par l'allocation stratégique « *Les membres du bureau exécutif très conscients de la difficulté de gestion de nos actifs dans ces marchés financiers si chahutés encouragent l'administration à privilégier les actifs de rendement* ». Là encore, il ne semble pas que le lien entre risque et rendement soit même envisagée par les administrateurs.
- [204] Cette absence de questions est curieuse dans la mesure où certains des développements faits n'apparaissent pas d'une clarté absolue, pour un non initié voire même pour un intervenant qualifié. On se limitera à quelques exemples pris en début et en fin de période
- [205] En janvier 2006, s'agissant de la fusion absorption du fonds dédié ROBECO INSTITUTIONS ACTIONS INTERNATIONALES « (...) *le fonds absorbé géré à la manière d'un fonds indiciel (...) ne vérifie pas les critères de différenciations qui justifieraient son classement parmi les placements de diversification selon une approche « core-satellite* ». Pourtant cette opération n'était sans doute pas sans intérêt et aurait pu appeler des questions car elle conduit à une moins value de 1,4 M€ égale au désinvestissement net en valeur comptable

- [206] En novembre 2006, il est fait état d'un fonds diversifié géré par CPR « *dont la particularité est de jouer la volatilité de façon directionnelle* ». On peut s'interroger sur la capacité des membres du bureau à définir ce que veut dire « *jouer la volatilité de façon directionnelle* », expression qui ne veut rien dire de précis sur le type d'actif pour lequel il va être recherché une rémunération liée à leur volatilité.
- [207] En février 2011, les services indiquent « *avoir initié des investissements libellés en dollars investis dans de la dette en devise locale émise par les pays émergents* ». Ce type d'investissement qui fait courir à la caisse, en l'absence de couverture non mentionnée dans le document, un double risque de change monnaies locales/\$ et \$/€ aurait pu occasionner des questions sur cette prise de risque.
- [208] En mai 2011, les services indiquent « *avoir légèrement renforcé le high yield avec un investissement de 10 M€ dans un fonds géré par la société américaine Muzinich* », « *avoir renforcé (...) le fond géré par HSBG et investi sur des titres gouvernementaux afin de compléter une ligne espagnole* ». On aurait pu demander si cela voulait dire que la caisse gérait comme du high yield des investissements dans des obligations d'Etat et donc acceptait sciemment de prendre un risque de défaut pour obtenir un meilleur rendement.
- [209] Lors des entretiens, le directeur de la caisse a indiqué à la mission que l'instance de décision est le bureau exécutif, que celui-ci est composé de personnes qui sont compétentes car elles détiennent souvent elles même un portefeuille personnel. Il a aussi indiqué que la discussion porte surtout sur le niveau de risque.
- [210] La mission ne peut se prononcer sur le niveau de compétence financière des administrateurs qu'elle n'a pas évalué. Une telle évaluation serait d'ailleurs utile, pour vérifier que l'ensemble des administrateurs, au moins du bureau exécutif, maîtrisent les éléments financiers de base (ce que la profession de pharmacien ne garantit pas) et pour calibrer des actions de formation adaptées comme cela se fait dans d'autres organismes contrôlés par l'IGAS.
- [211] Elle constate, en revanche, que l'examen des documents n'étaye pas le tableau dressé par le directeur de la caisse. Le bureau apparaît comme validant les propositions faites par la direction sans réelle discussion. Par ailleurs, les rares discussions font apparaître une préoccupation pour le rendement et aucune information n'est fournie au bureau sur le risque associé.
- [212] Sur la base de ces constats, la mission formule des propositions d'amélioration de l'information du conseil et du bureau exécutif et de la formation de leurs membres.

Recommandation n°4 : Rendre plus lisibles les données fournies au conseil d'administration sur le rendement des placements notamment en fournissant des chroniques et des comparaisons avec des indices de référence globalement et par poche d'actifs

Recommandation n°5 : Informer le conseil sur la volatilité et le niveau de risque du portefeuille

Recommandation n°6 : Evaluer les besoins de formation des administrateurs du conseil et du bureau exécutif et y répondre par des formations adaptées

Recommandation n°7 : Associer le bureau au choix des gérants et des fonds

Recommandation n°8 : Inclure dans les documents fournis au bureau des données sur le risque

Recommandation n°9 : Revoir les documents fournis dans la perspective de fournir des données conduisant à une réelle exploitation par les membres du bureau à des fins de contrôle et de suivi

Recommandation n°10 : Inclure des éléments sur la gestion du portefeuille en particulier les coûts de gestion

Réponse de l'organisme : *212 : Plusieurs recommandations ont déjà été implémentées. Les documents remis au Conseil d'Administration seront développés et précisés.*

Observation de la mission : *Vu il est dommage de n'avoir pas précisé les recommandations mises en œuvre.*

[213] Compte tenu du volume des placements, il pourrait être envisagé de faire entrer au conseil (et à son comité d'audit) un ou plusieurs administrateurs indépendants ayant des compétences actuarielles et financières.

Recommandation n°11 : Faire entrer au conseil des administrateurs indépendants ayant des compétences actuarielles et financières

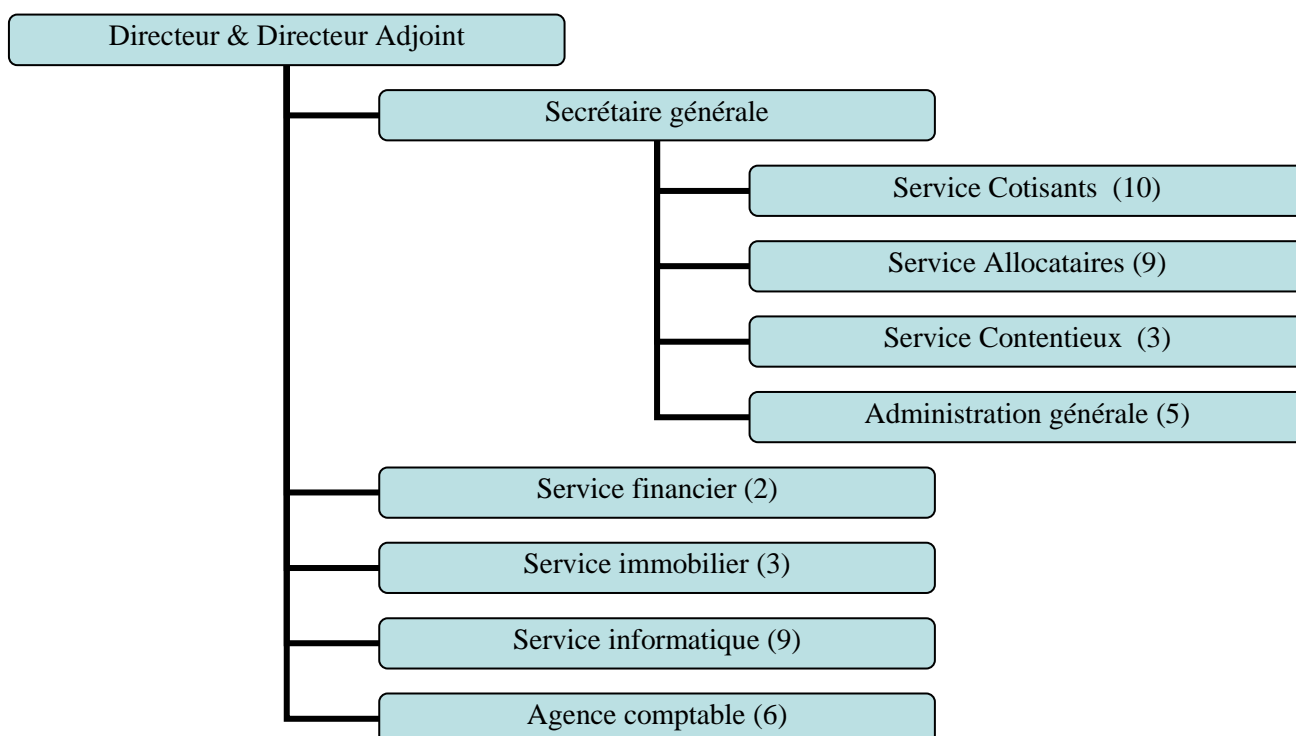
3.2. *Les placements sont gérés par une équipe réduite qui dans ses choix donne la priorité au rendement*

[214] Outre la prise de connaissance de l'organisation, la mission a effectué une revue analytique des documents rendant compte du comité dit « des marchés ».

3.2.1. **La gestion des placements est effectuée par une équipe restreinte et à l'ancienneté dans la caisse notable**

[215] La CAVP est organisée au 1^{er} janvier 2012 selon le schéma suivant.

Graphique 19 : Organigramme de la caisse



Source : CAVP (effectifs du service).

- [216] Quatre personnes interviennent dans la gestion du portefeuille, qui représente, pour mémoire, six milliards d'euros. Le directeur et son adjoint, le responsable du service financier, ancien trader obligation (plus récemment recruté) et un chargé d'études financières. Cette équipe est en place depuis juillet 2008, date de l'arrivée du responsable du service financier. Le directeur des systèmes d'information a été mentionné dans les entretiens comme pouvant faire des interventions ponctuelles sur certains calculs. S'y ajoutent le responsable de l'immobilier et le comptable.
- [217] L'ancienneté dans la caisse des personnes en charges des placements est forte. L'agent comptable en poste pendant l'ensemble de la période est parti à la retraite au tout début des investigations sur place. Le directeur général est arrivé en 2002 en tant que DGA après 20 ans de carrière dans la banque. Le DGA est arrivé en 1992 à la sortie de l'université Paris Dauphine en tant qu'attaché de direction et a réalisé la totalité de sa carrière à la caisse. Le responsable du service financier est arrivé en 2008 : de formation école de commerce (1988), il a une carrière antérieure sur les marchés de taux, notamment comme trader, et a exercé différents postes à responsabilités dans la banque (marchés de taux courts). Le chargé d'études financières arrivé en 2005 était auparavant analyste financier dans une société de communication financière. Le responsable du service immobilier qui a une formation d'ingénieur travaux publics travaille à la CAVP depuis 2005.

Réponse de l'organisme : § 216 - § 217 : *Nous souhaitons préciser que le responsable du service financier est un spécialiste incontesté du marché des taux d'intérêt sur toute la courbe y compris le long terme.*

Observation de la mission : *Les lauriers tressés à la personne concernée ne sont pas contradictoires avec l'observation descriptive qui est maintenue.*

3.2.2. Les outils et notamment le système d'information

- [218] La caisse ne dispose pas d'un système d'information propre lui permettant de suivre le détail de son activité financière. Elle a accès aux informations que peuvent lui fournir dépositaires et sociétés de gestion. Elle constitue des tableaux Excel sur lesquels la mission n'a pu obtenir une documentation précise. Les délais mis pour fournir à la mission les états détaillés de placement demandés montrent certaines limites de cette organisation. Il en va de même des erreurs de saisies manuelles relevées par la mission dans les relevés d'opérations (cf. annexe 12 exploitation des données d'opérations).

Réponse de l'organisme : § 218 : *La caisse a fait le choix de déléguer la valorisation de ses portefeuilles à CACEIS, ce qui assure au contraire une totale transparence au Conseil d'Administration et élimine tout risque d'erreur des équipes de la CAVP. Les données transmises par CACEIS permettent aux équipes d'analyser les risques, les performances et de prendre les décisions nécessaires. Les sociétés de gestion sont reçues régulièrement et les performances des fonds suivies et analysées grâce au logiciel d'Euromperformance (voir pièce jointe n°3).*

Observation de la mission : *Les risques d'erreur ne sont pas éliminés (cf. annexe 12). Le tableau de suivi classique joint ne porte que sur le rendement. Il n'est pas répondu sur les délais mis pour fournir les EDP. Au total, l'observation qui porte sur le fait que la caisse ne dispose pas d'un système d'information propre n'est pas contredite et est maintenue. En particulier la caisse ne dispose pas d'un système d'information lui permettant d'établir en transparence l'état de son portefeuille.*

- [219] De ce fait la mission a disposé de données moins riches que dans d'autres organismes contrôlés sur l'exécution de la politique de placement.

- [220] Au regard de la rémunération accordée aux personnes concernées, des sommes gérées et du montant payé en frais de gestion (8,5 M€ en 2009), la mission n'a pas retenu l'argument d'un souci d'économies des frais de gestion de la CAVP pour justifier le caractère frustré des outils présentés.

Réponse de l'organisme : § 220 : 8,5 M€ de frais de gestion en 2009 rapportés à des encours de 6 Mds€ correspondent à 0,14 % de frais de gestion, soit un montant très faible par rapport aux standards de marché (cf. notre réponse au paragraphe 260).

Observation de la mission : La réponse témoigne d'une mauvaise compréhension de l'observation qui montre qu'au regard de 8,5 M€ de frais de gestion l'acquisition d'outils de gestion interne dont le montant pourrait être de quelques dizaines de milliers d'euros ne serait pas une dépense somptuaire.

3.2.3. Les choix de gestion de l'équipe témoignent d'un tropisme en faveur de la recherche de performances attractives au détriment de la prise en compte des risques et des dispositions réglementaires

- [221] Les modes de gestions du service financier peuvent être à la fois appréciés en examinant les choix d'investissements effectués mais aussi par la gouvernance encadrant ces choix.
- [222] Il existe un comité des marchés, instance se réunissant chaque semaine afin d'examiner la situation des divers portefeuilles et de prendre les décisions d'investissement ou de désinvestissement. Ce comité réunit le directeur général, le directeur général adjoint ainsi que le directeur des investissements. Les réunions font l'objet de comptes-rendus synthétiques.
- [223] La mission a consulté l'ensemble des comptes-rendus des comités des marchés qui lui ont été fournis pour la période sous contrôle. Au nombre de 109, ces derniers retracent les décisions prises et les discussions qui se sont tenues du 7 janvier 2008 au 2 juillet 2012. Les comptes-rendus ont été analysés en accordant la plus grande importance aux considérations sur lesquelles se fondent les opérations d'achats et de ventes ainsi qu'au suivi en termes de risque.

Réponse de l'organisme : § 221 -§ 223 : Cette affirmation est erronée et relève de l'argument d'autorité non étayé : l'équipe a un tropisme de niveau de risque très faible et de respect strict de la réglementation.

Observation de la mission : La réponse n'a aucun lien avec les observations visées. Si elle se réfère au contenu de l'ensemble de la partie la mission note que c'est l'organisme qui a recours à un argument d'autorité non étayé puisqu'il n'est pas répondu de manière convaincante et technique aux observations pourtant précises formulées dans le rapport.

- [224] *In fine*, si les décisions prises au cours de ces comités apparaissent distinctement, leur justification et les suites données ne sont pas toujours des plus claires. Il est ainsi possible de constater à la suite d'une décision, lors des comités suivants, que celle-ci n'a pas été exécutée sans pour autant avoir la moindre explication. Il est entendu que ces comités ont vocation à être opérationnels et que la priorité n'est pas le formalisme des comptes-rendus. Toutefois, la concision n'exclut pas la précision et le suivi des actions menées, de sorte que ces comptes rendus peuvent être aisément améliorés.

Recommandation n°12 : Un tableau de suivi référençant les décisions prises, leurs motivations et leur état d'avancement constituerait une amélioration permettant de tracer les décisions et l'évolution des choix effectués.

Réponse de l'organisme : § 224 : Les décisions du comité d'investissement seront justifiées.

Observation de la mission : *Sur ce point l'organisme valide la pertinence des observations de la mission ce qui affaiblit encore la réponse faite aux paragraphes § 221 à § 223.*

[225] De même, des listes de visites sont régulièrement insérées au sein des comptes-rendus. Celles-ci répertorient les rencontres entre la CAVP et les gérants de fonds sans que ne soit précisé l'objet de la réunion. En particulier, il n'est pas possible de savoir si la réunion a eu trait à un sujet lié à un fonds déjà en portefeuille ou à un projet d'investissement. Il est en outre nécessaire de connaître par cœur la liste des gérants pour savoir si une rencontre à un objet commercial ou bien de *reporting*. Il n'est pas non plus possible de savoir si la réunion est à l'initiative de la CAVP ou bien si le gérant a sollicité la caisse en vue de lui présenter un nouveau produit.

Recommandation n°13 : **Indiquer à chaque fois qu'une société de gestion est rencontrée, le motif de la réunion et les thèmes abordés.**

[226] Sur le fond, il est intéressant de relever dans ces 109 comptes-rendus les considérations en matière de performance, de risques ainsi que les références à la réglementation. Ces comptes-rendus s'étalent sur une période relativement longue (quatre années et demie) et permettent ainsi de juger de la pertinence des pratiques dans le temps. La mission est consciente que les comptes-rendus des comités de marchés ne retranscrivent pas toujours la richesse des discussions qui ont pu être menées ; aussi, la mission n'a pas relevé toutes les considérations en matière rendement et s'est attachée à ne tenir compte que des plus fortes et prononcées d'entre elles. A l'inverse, la mission a considéré la notion de risque au sens large et a comptabilisé la moindre allusion à cette notion ou à un principe connexe.

[227] Les résultats de ce dénombrement sont clairs et sans appel. Sur les 109 réunions du comité, 47 références à la performance (43 %) pour seulement 28 (26 %) comportant des considérations relatives aux risques. Ce fait traduit un tropisme certain en faveur de la recherche de performance au détriment de la prise en compte des risques. Le plus souvent une décision est prise au motif que le rendement est « *attractif* » sans aller plus avant.

[228] Plus surprenant encore, le mot « passif » n'apparaît que 3 fois durant les 4 années et demie passées en revue. Sitôt les études définissant les allocations stratégiques passées, les contraintes de « passif » disparaissent des préoccupations de la CAVP. En particulier, les effets d'achats ou de ventes sur la *duration* et donc sur l'exposition au risque de taux ne semblent pas inquiéter outre mesure la caisse. De même, les comptes-rendus des comités ne font jamais référence à la réglementation découlant des dispositions du décret n°2002-1314 modifié bien qu'à plusieurs reprises, des investissements auraient pu susciter des interrogations (dette émergente en devise locale, matières premières, recours à des instruments financiers à terme, fonds de produits structurés). Sont particulièrement intéressantes les justifications du refus d'investir en matières premières : « *les commodities ne sont pas une classe d'actifs à part entière. On investit sur des futurs, les coûts de "rolls" sont prohibitifs et difficiles à appréhender: courbes en contango ou bakwardation ; la volatilité du marché est trop importante pour notre passif ; l'investissement en commodities alimentaires est moralement détestable* ». La mission rappelle que les matières premières sont également interdites par la réglementation tout comme les produits dérivés lorsqu'ils n'ont pas vocation à couvrir le portefeuille contre un risque.

Réponse de l'organisme : § 228 : *Nous sommes en désaccord avec l'interprétation que fait la mission du décret n°2002-1314. Le tableau 11 de la page 19 du rapport reprend les catégories réglementaires et est à cet égard explicite. La catégorie 8 autorise l'investissement dans les « actions et parts d'OPCVM autres que celles visées aux 5° et 6° ». Cette catégorie autorise bien les caisses à détenir des OPCVM investis en Commodities ou en dette émergente.*

Observation de la mission :

La réponse faite témoigne de la volonté de la caisse, déjà affirmée par ailleurs, de contourner l'esprit du décret. Encore une fois la mission ne traite pas de la conformité et pointe simplement les actifs que la caisse ne pourrait détenir directement. Toutefois, la caisse ne répond pas aux observations qui montrent que les considérations en matière de risques, d'adossement et de conformité réglementaire ne font l'objet que de peu de discussions. Que les produits acquis soient in fine admissibles ou non est une question différente de celle consistant à étudier la conformité avant l'acquisition. Les comptes-rendus témoignent du peu de discussions en la matière

Réponse de l'organisme :

Par ailleurs, l'exposition au risque de taux est suivie de manière détaillée, notamment à l'aide d'une analyse des titres détenus en direct et des lignes détenues par les fonds dédiés de type « buy and hold » (voir pièce jointe n°6).

Observation de la mission :

Le risque de taux est loin d'être le seul risque auquel la caisse est soumise. Sur ce risque précis, comme observé par ailleurs le risque de concentration n'est pas appréhendé par groupe d'émetteurs et l'exposition importante aux entreprises financières ne semble pas susciter d'émoi. La caisse ne répond d'ailleurs pas à ces observations.

- [229] En substance, les investissements, lorsqu'ils font l'objet d'une justification, sont motivés par la recherche de rendement ou encore la saisie « *d'opportunités* » en fonction d'anticipations ou à cause d'un sentiment quant à l'évolution des marchés. La mission relève en effet l'usage fréquent des termes « *croyances* », « *sentiment* », « *anticipation* », « *attractive* », « *vision* » qui convoient une idée d'affect et de pari. L'extrait suivant du comité du 5 septembre 2011, consécutif à la baisse importante des marchés pendant l'été 2011 illustre en tous points cette assertion : « *nous avons fait le point avec nos gestionnaires actions et ce n'est pas brillant. La baisse a été trop violente et trop rapide, ils n'ont pas bougé les portefeuilles, l'impact sur les valorisations sera très important. Sur les FCP obligataires, nous n'avons heureusement plus de Grèce, quasiment pas de Portugal et d'Irlande, par contre l'exposition à l'Espagne et l'Italie est importante. Nous subissons aussi sur nos FCP obligataires des dépréciations, heureusement que nous avons sorti de gros montants en début d'année* ». Si la magnitude de chute connue à l'été 2011 ne pouvait être prédite, les tensions subies par les Etats de la zone Euro sur leurs emprunts étaient connues de longue date. On appréciera alors que les pertes soient limitées par la chance (« *heureusement* ») et non pas par des mesures de gestion des risques qui seraient venues limiter l'exposition en amont.

Recommandation n°14 : Justifier chaque décision d'investissement ou de désinvestissement.**Réponse de l'organisme :**

§ 229 : *L'extrait du comité du 5 septembre 2011 «...heureusement que nous avons sorti de gros montants en début d'année » prouve bien que la chance n'a rien à voir dans les décisions prises et que nous avons pris la mesure de cette crise exceptionnelle, dont l'ampleur était difficilement prédictible, pour diminuer fortement notre exposition.*

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation car elle n'explique en rien sur quelle analyse était fondée la « sortie de gros montants en début d'année ».

3.3. Les relations avec les gestionnaires externes sont marquées par la grande liberté d'action qui leur est laissée et une faible supervision

- [230] La gestion financière des réserves de la CAVP est marquée par un recours important aux OPCVM (cf. *supra*) ; ceux-ci peuvent être soit dédiés à la CAVP, 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 CAVP a largement recours aux OPCVM dédiés.
- [231] Afin d'évaluer la pertinence de ce mode de gestion, et compte tenu du nombre important d'OPCVM (103 fonds à fin 2011 dont 36 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 d'un échantillon d'OPCVM.
- [232] Cet échantillon de 30 fonds dont 20 sont dédiés, représente 38 % des OPCVM de la caisse en valeur nette comptable à fin 2011, soit 49 % des OPCVM dédiés et 15 % des OPCVM ouverts.

Tableau 26 : Inventaire des OPCVM sondés par la mission (M€)

Code ISIN	Désignation du titre	Valeur nette	Valeur de réalisation	Type d'OPCVM
FR0010588442	HSBC PHARMA OBL TX	238,1	248,7	dédié
FR0010342246	INDOPHARMA OBLIMONDE	163,6	168,9	dédié
FR0010746958	HSBC PHARMA OBLIG GOUV	138,3	130,5	dédié
FR0010564286	PHARMA SELECTION OC	120,8	112,4	dédié
FR0010343244	CA PHARMA GLOBAL	104,4	107,4	dédié
FR0010840769	AVIVA OBLIGATIONS 2014	103,1	106,0	dédié
FR0010337535	CADUCEE OBLIG INTER	99,2	101,0	dédié
FR0010564294	PHARMA SELECTION OE	86,5	87,5	dédié
FR0010341867	NATIO FDS PHARMA ACT	63,8	67,8	dédié
FR0010564260	PHARMA SELECTION DV	56,1	55,5	dédié
FR0010564252	PHARMA SELECTION AI	53,5	54,3	dédié
FR0010442996	LYXOR PHARMA ALTERNAT	40,9	40,7	dédié
FR0010734020	CPR PHARMA BASE CREDIT	40,0	41,1	dédié
FR0010582544	PHARMA SELECTION AE	37,0	34,0	dédié
FR0010605998	SOGEPHARMA REVERSE	32,3	27,8	dédié
FR0011079656	CCR MACRO COUVER.ACT	15,0	15,1	dédié
FR0011079623	CCR MACRO COUVERT.TX	10,0	10,0	dédié
FR0011079599	CCR MACRO C.CH.3D	10,0	10,0	dédié
FR0010564278	PHARMA SELECTION MD	1,0	1,1	dédié
FR0010030015	CS PHARMA ALTERNATIF	0,5	0,8	dédié
FR0010027664	RICH COURT PHARMA ALTERNAT	0,3	0,3	dédié
FR0010611335	PALATINE MOMA B	82,6	82,6	non dédié
FR0010750984	LBPAM EON 6-12 MOIS I	41,1	41,2	non dédié
LU0332400828	JPM EM.MKTS LOC.CURR.C USD C	30,8	30,8	non dédié
IE00B29K0P99	EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A	20,4	21,3	non dédié
LU0255798018	PICTET EMER LOCAL CUR DEBT I	15,7	15,9	non dédié
LU0555022697	ING L RENTA EM.MKT.DEBT LC I C	9,8	9,9	non dédié
LU0234594009	HSBC GLOB.EME.I C.	9,8	9,7	non dédié
IE0004866889	BARING HONG KONG CHINA FUND A EUR			
LU0201576070	AMUNDI FUNDS EQUITY LATIN AMERICA			
	TOTAL 2011	1 624,8	1 632,3	

Source : EDP.

- [233] La sélection faite par la mission a été réalisée de sorte que tous les types de fonds soient représentés (catégories AMF) que ceux-ci soit dédiés ou ouverts, de grande taille ou plus modestes. L'échantillon se veut aussi représentatif des montants investis ce qui explique en partie la prédominance des fonds dédiés. La mission souhaitait également mettre l'accent sur la conformité des fonds à la réglementation. Aussi, 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 de manœuvre nécessaires pour imposer ses contraintes. Ce point explique le tropisme en faveur des fonds dédiés.
- [234] L'analyse conduite *infra* ne se borne pas à une vérification des dispositions réglementaires et inclut, plus généralement, des considérations en matière de gestion des risques et d'adéquation des actifs aux passifs.
- [235] L'annexe 9 décrit un à un les fonds inclus dans l'échantillon et vient documenter les observations formulées ci-dessous.

3.3.1. Les obligations des gestionnaires prévues par la réglementation ne sont pas explicitées en totalité dans le règlement financier qui fait une part très importante à la performance

- [236] Le règlement financier est analysé en annexe 13, il précise que la direction fixe les spécificités des conventions de gestion, à savoir :
- « *Informations sur la société de gestion et son actionnaire principal ;*
 - *Règles de rachat ;*
 - *Contrôle de la gestion ;*
 - *Rémunération de la société de gestion ;*
 - *Frais de transaction ;*
 - *Délégation de gestion ;*
 - *Durée,*
 - *Règles de dénonciation de la convention,*
 - *Règlement des litiges ;*
 - *Horizon et objectif de gestion ;*
 - *Règles d'investissement : univers, instruments financiers, degré de risque de marché, qualité des risques de contrepartie, utilisation d'OPCVM dans la gestion déléguée ;*
 - *Règles de reporting : contenu, fréquence. »*
- [237] Sur la question de la gestion déléguée, l'article 10 ajoute que : « *Pour tout ce qui n'est pas investissement dans les OPCVM ouverts, la CAVP détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectif de performances, de risques et de comptes rendus de gestion. Ces contraintes sont retranscrites dans une convention de gestion qui définit les relations contractuelles entre la CAVP et le délégataire, notamment en ce qui concerne les caractéristiques en termes de durée, la détermination des frais de gestion et les clauses de dénonciation ».*
- [238] Le règlement financier précise plus loin que le « *reporting quotidien indique en pas quotidien et depuis le début de l'année, la performance absolue du fonds et sa performance par rapport au benchmark. Ce reporting assure le suivi quotidien de l'actif net et du ratio d'emprise de la caisse. Il déclenche différentes alertes lorsque le ratio d'emprise est dépassé ou lorsque les variations de l'actif net, ou ses performances relatives dépassent certains seuils. Tout déclenchement d'une alerte appelle une action du service financier, le plus souvent une recherche d'information auprès de la société de gestion concernée. [...] Le reporting mensuel :*

- Analyse de la **performance** sur un mois, depuis le début de l'année, sur un an et sur trois ans. Elle rappelle l'actif nette, l'encours de la CAVP, le ratio d'emprise et la **volatilité** sur un an, et compare les **performances** du fonds à celles de son benchmark et à celles de son groupe de compétiteurs en établissant un classement.
- **Indicateurs de risque** : volatilité, corrélation, tracking error, ratio de Sharpe, ratio de sortions, ratio d'information, perte maximal et période de recouvrement. »

[239] Ceci étant posé, ledit règlement s'arrête là alors même que le code de la sécurité sociale impose que soient définies le contenu du mandat ou de la convention de gestion, sa durée, les frais de gestion, le contrôle de l'activité du gestionnaire délégué et les conditions de dénonciation des conventions de gestion.

Réponse de l'organisme :
conventions de gestion.

§ 239 : Toutes ces données sont précisées dans nos

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation qui porte sur l'insuffisance du règlement financier sur ce point. Observation maintenue.

[240] L'analyse des OPCVM dédiés montre notamment que les frais peuvent connaître une certaine volatilité tout comme les objectifs de gestion. La définition du reporting par le règlement financier se concentre sur la performance au détriment de la prise en compte des multiples facteurs de risques. Une fois encore, le règlement est flou et imprécis : non seulement, les indicateurs n'y sont pas clairement définis mais ces derniers ne sont associés à aucun risque qu'ils auraient vocation à mesurer et encadrer, et il n'est prévu aucune action découlant du franchissement de seuils prédéterminés. Aussi, de quelle volatilité ou corrélation parle-t-on, sur quel horizon temporel ces indicateurs sont-ils calculés, quel sont les niveaux acceptables, quels risques ces indicateurs ont-ils vocation à encadrer, sont autant de questions auxquelles le règlement financier devrait répondre.

Réponse de l'organisme :

§ 240 : La volatilité des frais des fonds dédiés s'explique par les différences de gestion des fonds et leurs spécificités. Ainsi, un fonds obligataire de type « buy and hold », où la sélection des titres s'effectue pour la plupart au moment de la création du fonds, et un fonds actions de type « stock picking » ne nécessitent pas en particulier la même charge de travail, d'où un écart dans les frais de gestion. D'autre part, malgré l'imprécision du règlement financier sur le suivi des facteurs de risque, la caisse effectue un suivi hebdomadaire de plusieurs ratios, tels que la volatilité, le ratio de Sharpe, la tracking-error, le ratio d'information ainsi que la performance du fonds relative à son benchmark (voir pièce jointe n°3).

Observation de la mission :

L'observation porte sur les limites du règlement financier et il n'est pas répondu sur ce point l'observation est donc maintenue. S'agissant des frais, l'explication donnée est un peu courte au regard des données fournies en annexe 14 qui montrent, d'une part, des écarts très importants pour des actifs de même classe (de 1 à 16,4 pour les OPC d'actions UEM par exemple) et des fonds de petite taille aux frais extrêmement élevés d'autre part.

[241] De surcroît, le biais en faveur de la performance est perceptible dans la partie du règlement intitulée « Discipline de vente ». Cette partie établit une liste des événements susceptibles de conduire à des rachats. Ces événements sont :

- « Changement de l'équipe de gestion ;
- Élément défavorable sur la société de gestion : risque réputationnel, blâme ou avertissement, détérioration du contrôle des risques, fusion ou opération en capital présentant un risque pour la stabilité des équipes
- **Performance inexplicable, relative ou absolue**
- Problèmes de valorisation

- *Changement de dépositaire*
- *Sous performance durable (supérieure à 3 ou 6 mois) par rapport au benchmark*
- *Performance absolue négative sur une longue durée*
- *Pas de possibilité de joindre le gérant*
- *Absence ou faiblesse d'information communiquée par la société de gestion*
- *Absence de réponse rapide à une question posée par la CAVP*
- *Evolution brutale de l'actif net, notamment à la baisse*
- *Actif net du fonds ramené à moins de 50 M€*
- *Informations défavorables communiquées sur un OPCVM par le gestionnaire d'un fonds de fonds*
- *Dépassement du ratio d'emprise de 10 %. Dans le cas d'un investissement dans un fonds nouvellement créé ou dans un fonds dont l'encours est inférieur à 50 M€, la CAVP n'est pas tenue de respecter le ratio d'emprise la première année. A la date anniversaire de l'investissement, la règle du ratio d'emprise sera appliquée normalement. »*

Réponse de l'organisme :

§ 241 : *La mission évoque un biais en faveur de la performance dans la partie « Discipline de vente » du règlement financier, ces critères de performance étant au nombre de 3 (sur 14). La caisse note de son côté que les critères indiqués dans son règlement tels qu'un changement de l'équipe de gestion, une détérioration du contrôle des risques de la société de gestion, des problèmes de valorisation du fonds, l'absence de réponse rapide du gérant à une question posée par la caisse ou encore une baisse brutale de l'actif net du fonds sont autant de facteurs de risque pour un OPCVM. Ces critères viennent compléter des ratios de suivi du risque plus usuels.*

Observation de la mission :

La caisse notera que la mission a précisé l'ensemble des critères évoqués et en a explicité l'insuffisance. Inversement, la caisse le démontre pas en quoi la mission se trompe ni en quoi son appréhension du risque est adéquate.

[242] Dans ces cas, le service financier détermine si l'urgence impose une décision de rachat sans délai, ou si la décision peut être prise à l'occasion du comité d'investissement suivant.

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

[243] Les diverses conventions de gestion et prospectus ont en commun la légèreté avec laquelle y sont définis les objectifs de gestion.

[244] Il est ainsi possible de lire dans le cas de NATIO PHARMA ACTIONS ou d'INDOPHARMA OBLIMONDE que l'horizon de gestion est le « long terme » sans que cette notion ne soit définie ni qu'un nombre d'années y soit associé.

[245] Leur objectif est « l'optimisation des performances sur l'horizon de gestion » ce qui pourrait difficilement être plus vague.

[246] Le manque de précision et de définition des objectifs laisse, de manière générale, une marge de manœuvre importante aux gérants des OPCVM. Les extraits suivants sont particulièrement éclairants :

- **CS PHARMA ALTERNATIF** : L'objectif est de « réaliser une performance supérieure à celle de l'indice EONIA¹⁸ sur un horizon de long terme, avec une volatilité maximale de 6 %. La gestion sera diversifiée et discrétionnaire, tant en ce qui concerne les styles de gestion que les choix des fonds sous-jacents, notamment des fonds d'investissement mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative, selon les anticipations du gérant. » [...] « L'allocation entre les différentes stratégies sera choisie de façon discrétionnaire par la société de gestion ». Des bornes maximales par stratégie sont prévues mais elles sont indicatives « **la société de gestion s'efforcera de respecter les bornes d'allocation par stratégies [...] elle se réserve cependant le droit de modifier les bornes d'investissement mentionnées, afin de tenir compte de l'évolution des marchés** ».
- **LYXOR PHARMA ALTERNAT** : ce type de gestion (*Enhanced Equity Process*) « vise à bénéficier de la capacité de certains gérants à identifier les meilleurs et les moins bonnes valeurs, de leur flexibilité dans l'utilisation du levier et de la vente à découvert ». En termes communs, cela signifie confier son argent à un gérant dont on estime qu'il a des capacités particulières en lui donnant toute liberté pour emprunter afin de disposer d'un effet de levier (qui joue à la hausse comme à la baisse) et de prendre des positions spéculatives ;
- **CA PHARMA GLOBAL** : « La répartition entre dette publique et dette privée, entre grandes, moyennes et petites capitalisations n'est pas prédéfinie et elle sera **fonction des anticipations du gérant sans limite préalable** ».

[247] Par ailleurs, les objectifs affichés ne sont pas en ligne avec les études menées dans le cadre de la définition de l'allocation stratégique (cf. annexe 8 Etudes). Il en va de même des horizons de placement et des *durations* correspondantes. Les objectifs sont fixés sans lien avec le passif de la caisse et en prenant principalement en compte la performance qu'il semble possible de réaliser dans tel ou tel cadre de gestion.

[248] 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.

Risques listés par le processus du fonds SOGEPHARMA REVERSE :

- « *Risque directionnel actions : le fonds pourra se déprécier si les cours des actions sous jacentes aux reverses convertibles baissent.*
- *Risque de volatilité : le fonds pourra se déprécier si la volatilité des actions sous jacentes aux reverse convertible augmente*
- *Risque de liquidité: les reverses convertibles sont des EMTNS structurés spécifiquement, et leur liquidité pourra varier dans le temps.*
- *Risque de défaut de l'émetteur: une reverse convertible est un EMTN et à ce titre fait porter à son détenteur le risque de crédit de l'émetteur.*
- *Risque de dividende : le détachement d'un dividende plus fort qu'attendu sur une action sous-jacente à une reverse convertible peut déprécier la reverse convertible. »*

[249] 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.

¹⁸ Comme l'indique le prospectus, l'EONIA (moyenne des taux au jour le jour de la zone euro) représente le taux sans risque de la zone euro

Réponse de l'organisme :

Les marges de manœuvre tactiques sont dimensionnées pour permettre aux gestionnaires d'intervenir avec toute la réactivité nécessaire lorsque l'environnement macroéconomique l'exige ou lorsque les marchés financiers donnent des signes évidents d'irrationalité. L'histoire récente a malheureusement démontré que les modèles d'allocation d'actifs les plus sophistiqués pouvaient être pris à revers par des phénomènes de marché aux effets potentiellement dévastateurs. Une application à la lettre des recommandations découlant d'un modèle mathématique est intellectuellement séduisante mais elle est d'un confort illusoire et ne garantit pas nécessairement la sécurisation des actifs.

Observation de la mission :

La mission ne prône pas l'usage des modèles mathématiques et la confiance aveugle en ces derniers. La caisse ne répond pas et déforme les propos tenus par la mission. La notion de risque recouvre de nombreuses facettes et est versatile si bien que pour être appréhendée, mesurée elle nécessite des critères tant qualitatifs que quantitatifs. La mission souligne de manière précise des faiblesses dans la définition des objectifs et des contraintes de gestion auxquelles la caisse ne répond pas n'expliquant pas en quoi les risques mentionnés par la mission sont inexistantes ou maîtrisés. L'observation de la mission est confortée par l'hétérogénéité des conventions, illustrant par ce fait même que l'encadrement peut subir des variations importantes.

Réponse de l'organisme :

Les hypothèses financières retenues par la CAVP sont prudentes et parfaitement en ligne avec les usages en vigueur pour des travaux analogues. De nombreuses études sont réalisées en collaboration avec des actuaires indépendants reconnus pour leur expertise et qui ne peuvent pas être soupçonnés de légèreté dans le paramétrage de leurs outils.

Observation de la mission :

Cet argument d'autorité ne répond en rien aux considérations techniques développées par la mission qui sont maintenues.

Réponse de l'organisme :

Nous déplorons que la mission se réfère à des hypothèses de travail sans tenir compte du contexte de l'époque. Pour compléter les observations formulées au point précédent, nous souhaitons ajouter que les larges fourchettes encadrant les allocations stratégiques ont été systématiquement utilisées pour réduire le risque, notamment par une forte diminution de l'exposition actions. Les graphiques de performances réalisées comparés à ceux de l'allocation stratégique d'actifs neutre (voir pièce jointe n°1) permettent de mesurer un écart positif de résultat d'environ 900 M€ sur la période, tous régimes confondus. Ceci est une conséquence directe d'une politique de placements flexible et prudente. Nous avons le devoir d'adapter la gestion financière à des environnements de marchés en crise profonde et durable, ce qui justifie de conserver de larges marges de manœuvre tactiques.

Observation de la mission :

La mission a bien compris que la notion de risque recouvre uniquement pour la caisse la baisse des marchés actions et l'exemple unique qu'elle fournit tout au long de sa réponse pour expliquer sa politique prudente. La mission a déjà répondu sur ces aspects. L'observation est maintenue.

Recommandation n°15 : Fixer et chiffrer précisément les objectifs de rendement et y adjoindre un budget de risque clairement défini et plus précis que de simples notations de crédit. Ces objectifs doivent être justifiés eu égard aux objectifs de rendement et de sécurité définis par la politique de placement et leur horizon temporel doit être cohérent avec cette dernière.

3.3.3. Des frais parfois élevés qui ne font l'objet d'aucun suivi régulier

- [250] La convention passée entre la CAVP et le fonds détermine les conditions de la rémunération. Les conventions examinées définissent une commission de gestion, parfois des clauses de surperformance mais ne prévoient pas le montant des commissions de souscription et de rachat. Le prospectus du fonds qui peut être inclus en annexe de la convention définit lui-aussi les frais.
- [251] Avec des exceptions (une constatée sur l'échantillon à l'occasion d'une investigation spécifique), le prospectus des fonds prévoit des commissions d'acquisition et de cession mais ne précise pas qu'elles ne s'appliquent pas à la CAVP.
- [252] La commission est directement « provisionnée à chaque calcul de valeur liquidative, sur la base de l'actif net du fonds » et « prélevée directement sur le compte espèces du fonds. Elle comprend les honoraires du commissaire aux comptes, les frais de dépositaire, la commission liée à la gestion administrative et comptable. **Aucune autre rémunération, non acceptée contractuellement par la CAVP, hors éléments précités ne pourra être prélevée**¹⁹».

Réponse de l'organisme :

§ 252 : Pour éviter toute ambiguïté, il est besoin de préciser que la commission évoquée dans ce paragraphe n'est pas la commission de souscription ou de rachat mentionnée dans les deux paragraphes précédents. Il s'agit bien évidemment des frais de gestion qui comprennent la rémunération de la gestion financière, le coût des informations et comptes rendus et les redevances AMF et AFG.

Observation de la mission :

La précision apportée n'appelle pas de réponse.

- [253] Cette disposition montre l'importance des conventions puisque sans elle, dans la mesure où elles sont prévues dans le prospectus, la société de gestion pourrait prélever des commissions. Elle est aussi ambiguë car dans la mesure où le prospectus est lui aussi un document contractuel car il est annexé à la convention.

Recommandation n°16 : Préciser explicitement dans la convention et dans les prospectus qu'il n'y aura pas de commissions d'acquisition et de cession.

- [254] Cette précision est d'autant plus importante qu'il est des fonds dédiés (cf. *infra*) pour lesquels il n'y a pas de convention signée où bien cette dernière a été élaborée et signée plusieurs années après l'ouverture du fonds et présente un effet rétroactif.
- [255] Ce flou renvoie à des problématiques comptables et de contrôle. De manière plus générale, il convient de vérifier que les commissions de gestion des fonds et que les frais d'acquisition et de rachat des parts correspondent aux dispositions contractuelles. Cette question a été posée par la mission au service comptable qui a fourni la réponse suivante : « le service comptabilité n'effectue pas de contrôle s'agissant des frais des fonds dédiés. Les frais de gestion de nos OPCVM sont stipulés en annexe de chacune de nos conventions de gestion. Un Commissaire Aux Comptes est nommé à partir d'une liste validée par la CAVP. Le CAC est responsable du contrôle du fonds dédié et est rémunéré par la CAVP, afin entre autres, de vérifier que les frais de gestion perçus par la société de gestion sont conformes à la convention. A l'issue de ce contrôle annuel un rapport nous est transmis ainsi qu'à notre commissaire au Compte. A ce jour, nous n'avons jamais relevé dans les rapports d'anomalies sur le calcul des frais de gestion. ».

Réponse de l'organisme :

§ 255 : Aucune commission de souscription ou de rachat n'a été ou n'est facturée à la caisse, qu'il s'agisse de fonds ouverts ou dédiés.

¹⁹ Source Convention Fonds LYXOR PHARMA ALTERNATIF.

Observation de la mission : *Sans doute. Il n'est toutefois pas répondu aux observations qui portent sur le fait que cela n'est pas systématiquement précisé dans le prospectus, que dans certains cas il n'existe pas de convention ou celle-ci a été rétroactive et que le contrôle interne est sur ce point limité. Observation maintenue.*

[256] Aucune procédure n'assure que les rapports des CAC sont effectivement exploités sur ce point d'une part, il n'est pas non plus démontré que la conformité aux conventions de gestion soit effectivement auditée par les CAC d'autre part.

Recommandation n°17 : Formaliser les procédures de contrôle interne portant sur les frais de gestion des fonds dédiés en précisant de manière générale la nature des vérifications demandées aux commissaires aux comptes de ces fonds et les contrôles opérés par la caisse et l'auditeur financier sur ces points.

[257] Les frais ne sont donc pas contrôlés par la CAVP et ne font pas l'objet d'un suivi régulier. Le seul élément qu'a pu fournir la caisse est un recensement des frais effectué par le service financier en 2009. A cette date les frais de gestion des OPCVM représentait 8,5 M€, montant qui est à placer en regard de l'absence de suivi régulier desdits frais par la CAVP.

[258] Depuis, ce tableau n'a pas été mis à jour, ce qui, compte tenu de l'importance des frais payés, est pour le moins surprenant et dommageable à la maîtrise des coûts de la gestion financière.

[259] La mission a exploité le tableau des frais 2009 qui lui a été fourni par la caisse document joint à l'annexe 14 qui porte sur **78 fonds**. Ce tableau montre pour une même catégorie de produits des variations entre les frais particulièrement élevées :

- Pour les OPC d'actions de l'UEM les frais de gestion varient entre 0,11 et 1,8 % soit dans un rapport de 1 à 16 ;
- Pour les OPC d'actions internationales les chiffres sont respectivement de 0,11 % et 1 % soit de un à 9 ;
- Pour les OPC d'obligations de l'UEM de 0,11 à 0,85 % soit dans un rapport de 1 à 7,7 ;
- Ou même de 1 à 3 pour des produits pourtant classiques comme les OPC monétaires.

Réponse de l'organisme : *§ 257 - § 259 : Comme déjà précisé, les frais représentaient 0,14 % des encours gérés en 2009, ce qui est très faible. Par ailleurs, la mission a omis de préciser dans son rapport que les frais les plus faibles sont ceux des fonds dédiés. Cette différence s'explique, comme l'indique la mission au § 230, par le fait que la caisse est en mesure de négocier les conditions d'une gestion sur mesure.*

Observation de la mission : *Le tableau fourni ne différencie pas les fonds dédiés des autres ce qui veut dire que la caisse ne suit pas de manière formalisée les coûts de gestion de l'un ou l'autre type de fonds. Il reste à démontrer que les différences relevées s'expliquent uniquement par cette distinction et à expliquer pourquoi investir dans des fonds investissant dans des actifs de même classe dont les frais de gestion sont 16 fois supérieurs.*

Tableau 27 : Frais de gestion par grandes catégories de placement

	Moyenne	Minimum	Maximum	Rapport min/max
Total global	0,19 %			
b. OPC actions UEM	0,39 %	0,11 %	1,80 %	16,4
ETF	0,25 %	0,25 %	0,25 %	
Fonds commun de placement	0,35 %	0,11 %	1,80 %	16,4
Sicav	1,26 %	1,00 %	1,75 %	1,8
c. OPC actions. Internationales	0,21 %	0,11 %	1,00 %	9,1
d. OPC diversifiés	0,20 %	0,11 %	0,25 %	2,3
e-1. FCP R	1,98 %	1,00 %	2,00 %	2,0
g. OPC obligations UEM	0,12 %	0,11 %	0,85 %	7,7
Fonds commun de placement	0,13 %	0,11 %	0,45 %	4,1
OPCVM Contractuel	0,08 %	0,07 %	0,10 %	1,4
Sicav	0,27 %	0,13 %	0,85 %	6,5
h. OPC obligations. internationales	0,16 %	0,11 %	0,35 %	3,2
i-2. OPC obligations convertibles	0,31 %	0,11 %	1,20 %	10,9
j-1. OPC monétaires	0,17 %	0,10 %	0,30 %	3,0
j-2. OPC monétaires dynamiques	0,20 %	0,11 %	0,30 %	2,7
k. Fonds alternatifs	0,94 %	0,50 %	1,20 %	2,4
l. Trésorerie. Circulante	0,13 %	0,12 %	0,25 %	2,1

Source : Tableau de suivi CAVP 2009.

[260] Le niveau moyen des frais acceptés est aussi globalement élevé : on notera en particulier un niveau moyen de 0,94 % de l'actif pour les fonds alternatifs.

Réponse de l'organisme :

§ 260 : La mission évoque « un niveau moyen des frais acceptés globalement élevé ». Nous sommes étonnés par ce constat au regard des résultats donnés par Europerformance et résumés dans le tableau ci-dessous.

	Frais de gestion CAVP	Moyennes Europerformance
OPC actions UEM	0,39 %	1,14 %
OPC actions internationales	0,21 %	0,82 %
OPC obligations UEM	0,12 %	0,61 %
OPC obligations convertibles	0,31 %	0,66 %
OPC monétaires	0,17 %	0,59 %
Fonds alternatifs	0,94 %	1,02 %
Source : CAVP – Europerformance (frais de gestion réels 2009)		

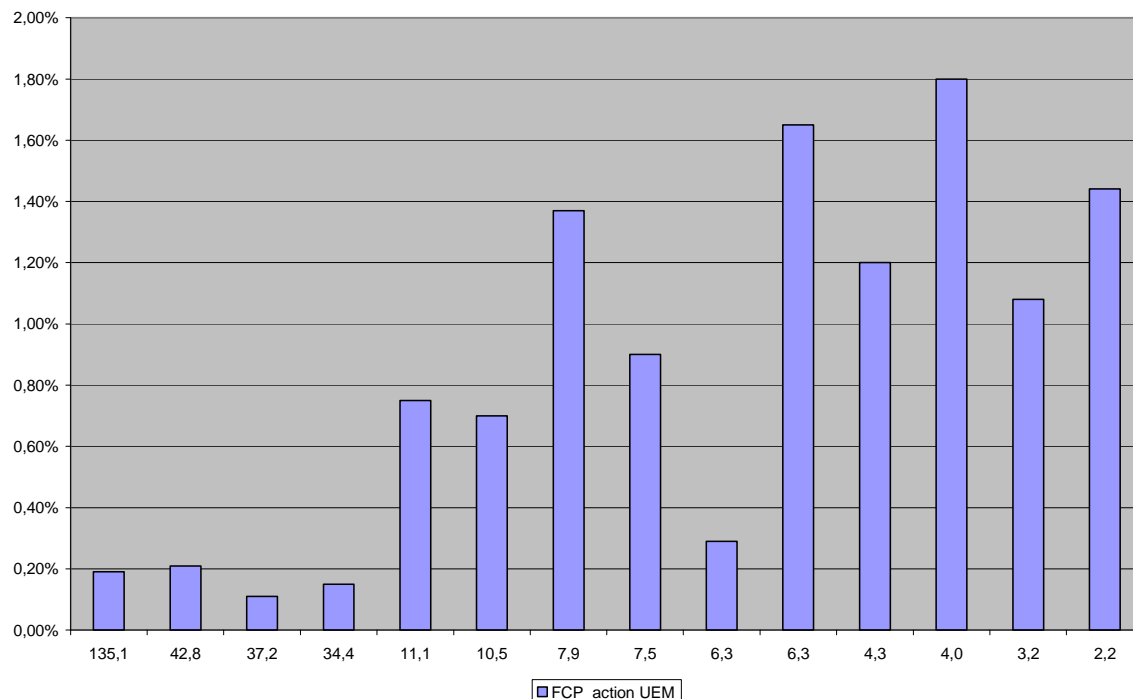
Observation de la mission :

La mission note que la caisse fait mieux que la moyenne lorsque l'on compare les frais par nature de fonds. Toutefois, le constat portant sur la disparité importante des frais entre fonds et le coût élevé de ceux ayant une gestion particulièrement active (fonds alternatifs) n'est pas remis en cause.

[261] L'analyse de la répartition des frais selon le montant des actifs gérés dans les catégories où le nombre de fonds est assez important montre assez naturellement des frais moindres pour ceux dont les actifs sont les plus importants. Elle montre aussi des variations fortes au sein des fonds de plus petite taille. Ces éléments étayaient l'existence de facteurs de risques dans la sélection des gestionnaires en particulier s'agissant des fonds de petite taille aux frais élevés.

[262] Les éléments détaillés sont fournis en annexe 14 : on donnera en exemple le cas particulièrement illustratif des FCP actions UEM.

Graphique 20 : Frais de gestion en % des FCP actions UEM par montants décroissants de l'actif géré



Source : CAVP.

Recommandation n°18 : Suivre au moins annuellement les frais et commissions relatifs aux OPCVM et contrôler leur adéquation avec les stipulations contractuelles.

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

[263] Les conventions des fonds dédiés prévoient des possibilités de contrôle sur pièces et sur place par la CAVP. 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 CAVP ou par tout organisme mandaté par cette dernière. La société de gestion s'engage, lors de ces contrôles, à mettre à disposition de la CAVP ou de l'organisme mandaté par ce dernier, toute pièce ou tout document relatif à la gestion du fonds.

[264] Toutefois, en pratique, la caisse n'a jamais utilisé de sa faculté de contrôle comme elle l'a confirmé par courriel à la mission : « *non, nous n'avons jamais effectués de contrôle sur place. A ce jour aucune situation de crise n'a justifié la visite sur place. Nous rencontrons très régulièrement nos gestionnaires (en moyenne tous les 3 mois en dehors des conf call sur des sujets spécifiques). De plus comme stipulé au (1), nous avons mandaté BNP et CACEIS pour s'assurer du respect des clauses des conventions au-delà de la fonction dépositaire et contrôleur dépositaire réglementaire* ».

Réponse de l'organisme :

§ 264 : Les contrôles sur place nous semblent aujourd'hui inadaptés. Les moyens de communication actuels sont très largement mis en œuvre.

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation qui est maintenue. La mission note que la caisse inclut de manière systématique dans ses conventions des dispositions qu'elle considère comme inadaptées et qu'elle n'a pas l'intention de les mettre en œuvre. Pourquoi le faire ? D'autres dispositions des conventions sont elles dans ce cas ?

- [265] Il est intéressant de s'arrêter sur la conception du contrôle que semble avoir la caisse, ce dernier ne devant intervenir que suite à une difficulté. L'intérêt d'un tel contrôle apparaît en effet comme limité et on comprend alors pourquoi aucune volonté n'a été manifestée en ce sens. La mission se permet de rappeler que la gestion des risques et les contrôles qui en découlent ont vocation à être prospectifs et à permettre d'éviter « les situations de crises ». La conduite de contrôles permet, de surcroît, de signaler aux gérants des OPCVM –qui, rappelons le, jouissent d'une certaine liberté– que les conventions doivent être respectées.

Réponse de l'organisme :

§ 265 : Ce rôle de contrôle est délégué à CACEIS.

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation qui est maintenue. La caisse peut choisir de déléguer la couverture de ce risque de contrôle interne, il lui appartient alors de mettre en place une procédure de vérification par le prestataire au minimum en exploitant de manière formalisée des états de suivi.

- [266] Comme indiqué dans les développements *supra* traitant des objectifs des fonds, il est des cas où la caisse rappelle à l'ordre les gérants outrepassant les droits conférés par le prospectus et la convention de gestion. Toutefois, la mission constate qu'il est possible que la CAVP se montre plus laxiste à d'autres occasions comme en témoignent les échanges par courrier électronique relatifs au fonds NATIO FDS PHARMA ACT.
- [267] En mai 2011, ce fonds demande à la caisse son « *interprétation* » sur l'éligibilité de deux trackers, l'un de droit canadien libellé en dollars canadiens, l'autre de droit australien libellé en dollars australiens, en indiquant « *l'avenant au contrat de gestion du 27 février 2007 mentionne que les OPCVM doivent être de droit français ou régis par les réglementations des états parties à l'accord sur l'EEE, à conditions qu'ils soient conformes à la directive du 20/1/21985. L'Australie et le Canada ne sont pas partie à l'EEE et les prospectus ne mentionnent pas le respect de la conformité à la directive européenne* ». De plus l'avenant indique que « *conformément au décret n° 2002-1314 les OPCVM en portefeuille et investissant hors zone euro doivent être libellés en euros ou réalisables en euro ; et les 2 OPCVM sont libellés dans des devises autres que l'euro* »
- [268] En réponse à cette demande qui établit clairement la non éligibilité de ces titres, la CAVP répond (courriel non daté) : « *nous vous autorisons à détenir exceptionnellement ces deux trackers sachant que ceci n'est pas une remise en cause de la convention de gestion* ».
- [269] **Au-delà des lacunes en matière de contrôle interne, une telle action traduit ouvertement l'absence de volonté de la caisse de se conformer à la réglementation qui lui est applicable en matière de placements.**

Réponse de l'organisme :

§ 269 : Ceci est une affirmation erronée directement liée à l'interprétation personnelle de la mission de notre réglementation applicable.

Observation de la mission :

La réponse est particulièrement inquiétante : alors que la caisse fait référence, dans un document qu'elle a signé, au décret de 2002, c'est-à-dire qu'elle choisit de faire application de la réglementation visant les actifs directement détenus au fonds qu'elle détient, elle considère pourvoir s'en dégager quand cela l'arrange pour considérer que la réglementation ne s'applique qu'aux actifs détenus en direct. Cela veut-il dire que toutes les dispositions des conventions des fonds dédiés figurent pro forma et qu'il peut y être dérogé à tout moment ?

3.4. La caisse ne respecte pas l'obligation qui lui est faite d'appliquer le code des marchés publics

- [270] 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 (JO 24 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* ».
- [271] Dans le domaine financier, la caisse a indiqué à la mission avoir commencé à passer des marchés pour les prestations de services (Marché a procédure adaptée pour les études en décembre 2010 par exemple. La mission n'a audité ni la régularité de ces marchés ni que l'ensemble des prestations avaient fait l'objet d'une procédure de marché public.
- [272] Elle 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* ».
- [273] 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* ».
- [274] 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 CAVP pour réaliser ses opérations de placement.
- [275] 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 au plan pratique, en particulier 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 CMP (titres détenus en directs, fonds ouverts, augmentation du volume de fonds dédiés déjà détenus).
- [276] 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 depositaire 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°19 : Appliquer le CMP à la sélection des fonds dédiés et aux services liés à la gestion des placements.

Réponse de l'organisme : § 270-276 : *Les mécanismes du code des marchés publics ne sont pas adaptés à la gestion financière en raison de la lourdeur de la procédure qui prive l'investisseur de toute réactivité. Ce constat n'empêche pas la CAVP de mettre plusieurs établissements en concurrence lors de l'ouverture de nouveaux fonds dédiés. Il est permis de s'interroger sur la logique du dispositif réglementaire qui exonère l'investissement en OPCVM ouverts des règles du code des marchés publics.*

Observation de la mission : *La mission engage la caisse à se rapprocher d'autres caisses de retraite complémentaire, telle que l'IRCANTEC20, qui respectent le code des marchés publics. Si la CAVP s'interroge sur la compatibilité du code des marchés publics avec la réactivité à laquelle elle fait référence, on citera l'exemple du FRR qui opère dans le respect de ce code : « conformément à la réglementation du FRR (article R-135-27 du CSS), le Comité de sélection des gérants donne un avis au Directoire du FRR sur la sélection des offres des gérants. Le FRR utilise trois procédures du Code des marchés publics pour la sélection des gestionnaires (y compris gestionnaire transversal) ou du courtier de transition : l'appel d'offres ouvert, l'appel d'offres restreint et la procédure de dialogue compétitif. Le FRR n'exclut pas à l'avenir l'utilisation d'autres procédures prévues par le Code des marchés publics »²¹.*

3.5. La caisse utilise un référentiel comptable non adapté et les procédures sont perfectibles

3.5.1. Les comptes sont audités mais non certifiés

[277] La CAVP n'est pas soumise à l'obligation d'avoir un commissaire aux comptes. Un auditeur externe fait des travaux qui sont identiques ou très comparables à ceux d'un commissaire aux comptes dans leur contenu comme dans leur organisation et rend un rapport. Les documents ainsi produits ne sont toutefois pas des comptes certifiés avec les obligations et les garanties que cela comporte.

[278] Il est à noter que la nouvelle agent comptable travaillait auparavant dans le cabinet qui assure l'audit externe des comptes de la CAVP. Ce cabinet intervient depuis 1997 soit quinze ans.

Recommandation n°20 : Faire certifier les comptes et mettre en concurrence cette mission de certification.

Réponse de l'organisme : § 277 - § 278 : *La recommandation faite par la mission sera présentée en Conseil d'Administration.*

Observation de la mission : *Vu.*

²⁰ BOAMP n° 250B, annonce n° 197, référence 10-277191.

²¹ Source : site internet du FRR, rubrique « Appels d'offres ».

3.5.2. La caisse utilise un autre référentiel comptable que le PCUOSS

[279] La CAVP est soumise au plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS²²). Pourtant elle s'inspire, dans sa gestion du volet par capitalisation de son régime complémentaire retraite, du référentiel comptable applicable aux sociétés d'assurance, mutuelles et institutions de prévoyance (avis 2002-F du 18 décembre 2002 du conseil national de la comptabilité) sur deux points :

- pour les règles applicables à la valorisation des titres détenus (provisions pour dépréciation à caractère durable) ;
- **en comptabilisant des « provisions mathématiques », sans appliquer l'ensemble des règles comptables appliquées par les assureurs.**

[280] Ces principes sont très clairement indiqués dans les notes qui accompagnent les comptes. Les diverses dispositions « prudentielles » sont par ailleurs inscrites dans les statuts de la CAVP.

[281] S'agissant du provisionnement des moins-values des placements, la caisse considère en effet, qu'il n'y aurait pas vraiment de sens de déprécier à partir du premier euro (ce qui amènerait à constater des variations importantes de provision au cours du temps) alors que la politique menée conduit à porter les titres à long terme.

[282] Cette dérogation au PCUOSS est faite au titre de l'image fidèle et l'agent comptable a indiqué pour ce faire s'appuyer sur le « paragraphe « 3.1.2.2 » du Guide d'Application du Plan Comptable Unique des Organismes de Sécurité sociale (p. 359) relatif aux règles propres à l'organisme qui autorise à déroger à certaines méthodes comptables à condition de le justifier en annexe et en tant que cela contribue à améliorer l'image fidèle des comptes :

« Une présentation succincte des règles de reconnaissance et d'évaluation des principaux types de charges et produits, actifs et passifs composera cette note ; on explicitera notamment les faits générateurs ainsi que les modalités d'estimation comptable (modes et durées d'amortissements, taux...) et les hypothèses utilisées qui ont une incidence significative sur les comptes, notamment concernant les modes de calcul des provisions statistiques, des produits à recevoir ou des charges à payer (paramètres retenus : taux,...). Il est recommandé que la présentation des règles comptables suive l'ordre des postes du bilan et du compte de résultat.

Les dérogations aux méthodes comptables doivent être décrites et justifiées (cf. le règlement sur les actifs CRC 02-10, CRC 03-07 et CRC 04-06). Il est rappelé que les dérogations ne sont admises que s'il peut être démontré que l'application des principes ne conduirait pas à refléter une image fidèle des opérations.

Cette note a vocation à être très détaillée ».

[283] Sur ces derniers points les investigations menées conduisent la mission à considérer que cette note n'est pas suffisamment détaillée en particulier car elle ne précise pas les effets des dérogations sur le résultat (cf. *infra*).

3.5.3. L'utilisation de ce référentiel n'est que partielle

[284] Certaines « provisions techniques » sont reprises dans leur principe (provision mathématique, provision pour frais de gestion) mais le détail du calcul est laissé à l'appréciation de la caisse (choix des paramètres), ce qui n'est pas le cas dans le plan comptable assurance.

²² Le PCUOSS est le référentiel comptable applicable aux organismes de sécurité sociale conformément à l'article L114-5 du code de la sécurité sociale. Fondé sur le plan comptable général applicable aux entreprises du secteur privé moyennant des adaptations de portée limitée destinées à tenir compte de la spécificité des organismes de sécurité sociale, il a été appliqué à partir de l'exercice 2001 lorsque les organismes de sécurité sociale ont adopté un système de comptabilité d'engagement et abandonné le système de comptabilité antérieur en encaissements / décaissements. Les évolutions du PCUOSS font l'objet d'un avis préalable du Conseil de normalisation des comptes publics créé en 2009.

- [285] De plus, tous les mécanismes prudentiels ne sont pas repris. Ainsi la réserve de capitalisation (qui vient absorber les moins values obligataires ou stocker les plus-values sur ces mêmes titres) qui est la contrepartie de l'absence de dépréciation des titres obligataires n'est pas utilisée. De même, le mécanisme de la PRE (provision pour risque d'exigibilité) qui vient constater la moins value latente globale sur le portefeuille (hors obligation) n'est pas prévu (même si compte tenu des plus-values latentes sur l'immobilier, la PRE ne serait pas dotée). De même sont absentes les provisions pour aléas financiers et les dispositions concernant la participation au bénéfice et les taux garantis *ex ante*.
- [286] Si le PCUOSS ne donne pas une image fidèle, les choix retenus ne pallient pas ce point. En l'absence de cadre, les choix faits par la caisse sont subjectifs au risque de biaiser l'image donnée. Le bilan d'un assureur proposant la même garantie ne présenterait ni les mêmes provisions ni les mêmes montants pour ce qui est des provisions communes. De plus, il convient de préciser que le plan comptable assurance vise à donner une image plus prudente que fidèle (à la réalité économique). Par ailleurs lorsque les assureurs seront assujettis à Solvabilité II²³ (plus grande liberté dans les modalités de constitution de provisions, évaluation des actifs en valeur de marché,...), la caisse sera confrontée à une technicité bien supérieure.
- [287] Par ailleurs, les opérations comptables afférentes à ces spécificités ne sont pas maîtrisées par le service comptable qui ne dispose pas de schémas comptables ou de procédures expliquant comment traiter ces opérations spécifiques.
- [288] Au total, la question n'est pas d'abord celle du plan comptable applicable mais de la nature du régime de retraite complémentaire. Contrairement à ce qui est présenté dans les documents produits par la CAVP, il n'y a pas un régime par répartition et un régime par capitalisation mais un régime unique qui comporte une partie obligatoire et des classes facultatives pour lesquelles la caisse souhaite provisionner ses « engagements ». A moins que la caisse souhaite séparer les éléments du régime pour « transférer » les classes facultatives vers un organisme d'assurance soumis aux règles et aux contrôles afférents, elle doit tirer les conséquences de son activité d'organisme de sécurité sociale. Cela signifie d'une part appliquer le PCUOSS et d'autre part calculer en annexe les engagements qu'elle a pris au titre des classes facultatives et les dispositions prudentielles qu'elle prend pour en assurer la tenue.
- [289] En l'absence d'un référentiel directement applicable, le travail fait par la caisse devra être audité de manière spécifique et régulière.

3.5.4. Elle est surtout inadaptée si ce n'est à des fins de pilotage technique qui n'ont pas à impacter les choix comptables

- [290] Il est fondamental de prendre la pleine mesure des conséquences de telles dérogations au PCUOSS et de l'inscription dans les statuts de la caisse de références à des notions telles que : « taux techniques », « revalorisations » ou « provisions techniques ». La CAVP confond ici son pilotage technique du régime avec sa comptabilité.
- [291] Du fait des particularités de l'activité d'assurance, les organismes pratiquant cette activité sont soumis à un plan comptable spécifique²⁴. Loin d'être contradictoires ou inopérants, les principes fondamentaux de la comptabilité sous-tendent (à quelques dérogations près) ces dispositions spécifiques.

²³ Directive 2009/138/CE du parlement Européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II)

²⁴ La comptabilité des organismes pratiquant l'assurance est régie par un plan comptable spécifique à cette activité et quasiment identique pour les organismes des trois codes. Sous réserve des dispositions particulières prévues dans le Code des assurances, dans le titre III du livre IX du Code de la Sécurité sociale ou dans le règlement CRC n°2002-06, la plupart des dispositions du Code de commerce et du PCG sont applicables, directement ou par recopie (mutuelles), aux organismes soumis au contrôle.

- [292] Le fondement de ces particularités tient à la réalité juridique des engagements donnés aux assurés -engagements sur lesquels la compagnie d'assurance ne peut revenir- et à l'inversion du cycle de production que connaît l'assurance : les primes d'aujourd'hui sont destinées à payer les prestations de demain. Le principe de prudence impose ainsi que tous les engagements donnés par un organisme d'assurance soient provisionnés prudemment.
- [293] La CAVP n'est pas dans cette situation dans la mesure où elle n'est pas engagée sur des montants garantis, et qu'il lui reste loisible de modifier le montant des cotisations ce que ne peut faire un assureur *a posteriori*. Aussi, tous les mécanismes prudentiels mentionnés dans ses statuts n'ont pas de sens ainsi transposés. Un taux d'intérêt garanti (dénommé « taux technique » par la CAVP, par confusion avec le taux qui, en assurance, permet d'égaliser les valeurs actuelles probables des engagements de l'assureur et de l'assuré) signifie que l'organisme s'engage à revaloriser les sommes versées à ce taux et qu'en conséquence le rendement des actifs en représentation des engagements doit être supérieur à ce taux. La CAVP n'étant pas engagée, la notion de « taux technique » n'a pas de sens. Il en va de même des autres considérations prudentielles puisque ces dernières sont fondées sur la notion de « taux technique » et d'engagement. En particulier, les provisions techniques qui matérialisent la créance de l'assuré sur l'assureur ne sauraient avoir la même signification ici.
- [294] S'il est de bon augure que le pilotage technique du régime soit guidé par des principes actuariels prudents s'inspirant de ce qui peut se pratiquer dans l'univers de l'assurance privée, il en va différemment de la comptabilité et de l'information donnée aux affiliés. Considérer des « comptes individuels de capitalisation²⁵ » reflétant la valeur des sommes versées par chaque affilié revalorisé d'une partie des produits financiers mis en réserves est une fiction permettant d'aborder le pilotage technique et ne saurait interférer avec la comptabilité.
- [295] **Par conséquent, l'essence même de ce qui justifie le caractère dérogatoire du plan comptable assurance au plan comptable général ne se retrouve pas dans l'activité de la CAVP, à savoir la promesse ferme et contractualisée d'engagements de retraites assortis de clauses de participations aux bénéfices, permettant éventuellement la revalorisation des montants de retraite garantis.**

Recommandation n°21 : Modifier les statuts afin de distinguer les mesures qui relèvent du pilotage de celles impactant la comptabilité.

Recommandation n°22 : Afin d'améliorer l'information des affiliés, utiliser un vocabulaire précis et adéquat. En particulier, il convient de supprimer les références aux "engagements", "taux réglementaire", "provisions techniques" donnant une image trompeuse : la caisse n'est pas engagée et la réglementation des taux techniques n'est pas applicable à la CAVP.

Recommandation n°23 : Appliquer le PCUOSS et documenter en annexe les impacts de la présence de classes facultatives.

Réponse de l'organisme :

§ 16 : Nous ne partageons pas la position selon laquelle le référentiel du PCUOSS doit être utilisé de façon exclusive et systématique et ne pouvons pas nous résoudre à appliquer, sans les adapter, des normes comptables conçues pour des régimes fonctionnant par répartition. Les dérogations dénoncées par la mission sont autorisées par le PCUOSS et sont documentées dans l'annexe aux comptes annuels de la CAVP. Ce document sera enrichi dès le 31/12/2012 pour tenir compte des remarques de la mission.

Observation de la mission :

La mission se félicite de la volonté de la caisse de mettre en place sa recommandation.

²⁵ Article 23 des statuts de la CAVP.

Réponse de l'organisme :

Il ne s'agit pas d'options méthodologiques retenues au gré des circonstances mais de la mise en œuvre de mécanismes comptables adaptés à la gestion d'un régime de capitalisation. La CAVP a fait le choix de ne pas constituer de réserve de capitalisation dans la mesure où les cessions d'obligations sont exceptionnelles et ne sont pas effectuées dans une démarche de prise de bénéfices. La suppression de ce dispositif pour l'ensemble des entreprises d'assurance a été évoquée à plusieurs reprises, notamment lors des débats qui avaient accompagné la mise en place de l'exit tax. Les règles comptables utilisées par la caisse depuis 10 ans ont été validées par l'auditeur contractuel (chargé d'émettre un avis sur les comptes annuels) et acceptées par la tutelle qui n'a jamais fait état de la moindre réserve sur cette question. Est-il concevable que le travail d'optimisation du portefeuille soit opéré non pas en fonction des caractéristiques du passif mais en fonction des seules contraintes du PCUOSS ? S'agissant des règles de dépréciation des valeurs mobilières, nous observons que la mission n'a pas indiqué la reprise de provisions qui résulterait d'une stricte application des règles du PCUOSS en 2006, 2009 et 2010.

Observation de la mission :

La mission se contente de rappeler la réglementation comptable applicable à la caisse et n'a pas à se prononcer ici sur la pertinence de ladite réglementation.

Réponse de l'organisme :

§ 17 : Un arbitrage de la tutelle sur les aspects comptables n'est pas nécessaire. Cette question a déjà été traitée en 2008 en coopération avec la DSS lors de la révision des statuts du régime complémentaire (entérinée par l'arrêté du 11 mai 2009). Les règles comptables appliquées par la CAVP (cf. réponses apportées au point précédent) ne nécessitent pas d'adaptations particulières du PCUOSS. Le principe de représentation (couverture du passif par les actifs détenus en représentation des provisions) est repris de façon constante dans les différentes versions des statuts du volet du régime fonctionnant par capitalisation depuis 60 ans. L'abandon de la notion d'engagement suggéré par la mission priverait la CAVP des outils sur lesquels la caisse s'est fondée pour procéder aux ajustements qui lui ont permis de préserver la solvabilité du régime et d'en expliquer le bien-fondé auprès des affiliés. Nous n'avons pas d'avis tranché sur le vocabulaire le plus approprié pour définir la nature de la relation entre la CAVP et ses affiliés. La terminologie employée jusqu'ici n'a suscité aucune remarque de la part de l'actuaire, de l'auditeur contractuel ou de la tutelle. Comme indiqué au point 16, l'annexe aux comptes annuels sera complétée pour informer sur la mesure précise des effets des dérogations au PCUOSS.

Observation de la mission :

La mission n'est pas engagée par les avis de la DSS. La mission a clairement souligné la qualité de la modélisation des « engagements » tout en attirant l'attention de la caisse sur le vocabulaire impropre – juridiquement – qu'elle utilise dans ses statuts. La mission ne prône bien évidemment pas l'abandon de la notion d'engagement pour ce qui est de la modélisation. Il s'agit là de deux sujets distincts.

[296] L'article 31 des statuts prévoit s'agissant des provisions techniques « Les provisions constituées couvrent à tout moment l'intégralité des engagements à l'égard des affiliés. Les provisions techniques sont calculées chaque année par un actuaire indépendant et certifiées par l'auditeur externe de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens ». Les investigations menées par la mission auprès de l'auditeur financier montrent (cf. *infra*) que cette certification se limite à constater l'existence de ces travaux et ne comporte pas de travaux de vérification.

Recommandation n°24 : Inclure dans la mission légale de commissariat aux comptes des travaux actuariels permettant de réellement valider les hypothèses et contrôler les calculs de l'actuaire indépendant.

Réponse de l'organisme :

§ 296 : L'actuaire est certifié, ses travaux n'ont pas à être contrôlés au-delà de la vérification des hypothèses retenues.

Observation de la mission :

Les normes internationales recommandent que les auditeurs internes soient certifiés cela ne les conduit pas à supprimer l'existence d'une supervision de leurs travaux. Comme pour tout prestataire, il peut être nécessaire de faire auditer les travaux de l'actuaire, au regard notamment de leur impact sur les comptes. Etonnamment, la caisse fait une confiance aveugle à la modélisation mathématique de l'actuaire ce qui apparait en contradiction avec sa position en la matière développée dans sa réponse au paragraphe 249 : « une application à la lettre des recommandations découlant d'un modèle mathématique est intellectuellement séduisante mais elle est d'un confort illusoire et ne garantit pas nécessairement la sécurisation des actifs ». Observation maintenue.

- [297] Cette recommandation conduit à demander au CAC un travail complémentaire à celui habituellement fait mais qui entre dans sa mission de commissariat au compte dès lors qu'il s'agit de valider l'impact de dérogations au plan comptable.

3.5.5. Les engagements hors bilan (FCPR) ne sont pas comptabilisés

- [298] Les engagements pris s'agissant des FCPR ne sont pas inclus dans les engagements hors bilan.

Recommandation n°25 : Incrire les engagements au titre des FCPR dans les engagements hors bilan.**Réponse de l'organisme :**
hors bilan.

§ 298 : Les FCPR seront inscrits dans les engagements

Observation de la mission :

Vu.

3.6. Si un dispositif de contrôle interne en matière de placements est prévu par le règlement, celui-ci n'est pas mis en place**3.6.1. Les procédures écrites se limitent aux développements généraux du règlement financier**

- [299] L'article 2 de son règlement financier prévoit que, « *la CAVP met en place et dispose en permanence des moyens adaptés à ses activités, s'assure de la compétence des organes internes et externes, prévoit une organisation permettant d'obtenir la transparence et la sécurité de son fonctionnement.* »
- [300] L'article 3 du règlement financier précise que : « *la CAVP met en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités et de s'assurer du respect de la réglementation et des dispositions déontologiques du présent Règlement.* »
- [301] Le règlement financier comporte une partie intitulée « *Manuel de procédures* » tenant en **huit pages**. Cette partie énonce les rôles et attributions, en matière de placements financiers, du service financier, du service comptable, du conseil d'administration, du bureau exécutif et de la direction. 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, les procédures à mettre en œuvre ne sont pas précisées dans cette partie.
- [302] Ajoutons que l'article 18 précise les compétences des différents organes. En particulier, le service financier, avant toute opération financière, doit vérifier l'adéquation de celles-ci par rapport à la réglementation en vigueur et aux contraintes de la CAVP. De même, le service financier effectue *un contrôle a posteriori de la réalisation des objectifs et contraintes imposées à chaque gestionnaire de capitaux par délégation, du respect des contraintes imposées par la réglementation*

[303] Sur la question des fonds dédiés, on peut lire à l'article 19 que « *le Service Comptable assure [la] vérification des opérations financières réalisées par le Service financier sur les fonds dédiés suivant les mêmes critères que ceux requis pour la gestion en direct.* »

[304] Or l'article 18 -traitant de la gestion directe- précise que « *le Service Comptable assure [la] vérification des opérations financières initiées par le service financier :*

- [...] »
- *Adéquation aux contraintes réglementaires,*
- *Adéquation aux contraintes de la CAVP,*
- [...] »

[305] La mission comprend de cette rédaction que la caisse estime devoir répercuter les contraintes réglementaires qui pèsent sur elle sur ses fonds dédiés. Selon l'approche retenue par le règlement financier, les fonds dédiés se doivent de respecter le décret n°2002-1314 modifié. La mission note positivement cette précaution mais constate que, dans les faits, les conventions de gestion ne font que très rarement référence au décret de 2002 (cf. annexe 9 OPCVM). Qui plus est, lors des entretiens, la caisse a contesté cette approche et la prise en compte des placements détenus par les fonds par transparence afin de justifier la non conformité des placements détenus par certains OPCVM.

3.6.2. Les procédures propres à la caisse sont inexistantes et les placements ont été exclus de la démarche de contrôle interne

[306] Il a été indiqué à la mission qu'une cartographie des risques a été effectuée en 2010 mais qu'elle ne portait pas sur les placements se situant dans le cadre de la mise en place d'un contrôle interne demandé par la CNAVPL. **Ce contrôle que la mission n'a pas audité ne couvre pas la partie placement. Cela peut paraître curieux au regard des sommes en jeu mais montre bien l'origine externe et imposée de la démarche.**

Principaux éléments d'une cartographie des risques et du suivi associé

- Découpage de l'activité en processus et sous processus
- Identification des risques associés aux objectifs de ces processus
- Mesure de l'impact de chaque risque
- Mesure de la probabilité de survenance de chaque risque
- Regroupement des risques identifiés par niveau de criticité (risque acceptable, à étudier, à couvrir d'urgence) et synthèse tous processus confondus
- Mise en place de fiches d'incident, d'un processus de suivi et d'un plan d'actions.

[307] La mission n'a pu obtenir de description des procédures de travail et des contrôles qu'elles comportent tant au service financier qu'auprès de l'agence comptable, en dépit de demandes répétées sous de multiples formes

[308] Le comptable n'a pas établi de plan de contrôle en général s'agissant des placements.

[309] De ses différents échanges avec les personnes rencontrées et de l'absence de documents fournis la mission a déduit qu'il n'existe pas de procédure **écrite** traitant du contrôle de l'activité de placement ou de la vérification des dispositions du décret de 2002. Compte tenu de la nature de ce constat elle en a demandé une confirmation par courriel obtenue par un courriel du 6 juillet 2012 du directeur des investissements qui précisait que « *ces documents [Décret du 25 Octobre 2002, Règlement financier, Adaptations du règlement financier, Délégations du conseil d'administration], ensemble, constituent les procédures de placement de la CAVP.* »

[310] Il n'y a donc:

- aucune analyse formalisée des risques de contrôle interne liés aux placements financiers ;

3.6.4. Le tableau ventilation placement selon la nomenclature du décret de 2002 n'est pas audité et est inexact

[316] Est joint au rapport d'activité un tableau présentant la ventilation des réserves de la caisse selon les catégories du décret de 2002.

[317] Ce tableau est construit par le service financier et « vérifié » à l'agence comptable par un agent qui « pointe » les opérations. Alors qu'il avait été indiqué dans les premiers entretiens que cela conduisait l'agent à vérifier ligne par ligne l'imputation dans la case réglementaire de chacune il est apparu lors des entretiens postérieurs que la vérification ne porte que sur l'imputation comptable. Ce tableau n'étant pas vérifié par l'auditeur financier, il est établi par le seul service financier sans aucune supervision.

[318] Pourtant l'article 13 du règlement financier précise que « *le service comptable effectue notamment les travaux suivants : vérification du respect de la réglementation en vigueur et des contraintes spécifiques à la CAVP [...]* ».

Recommandation n°29 : Mettre en place une procédure de contrôle interne du tableau de ventilation des placements selon la nomenclature du décret 2002 et le faire auditer par le commissaire aux comptes recommandé (ou à défaut par l'auditeur financier).

3.6.5. Les outils dont se prévaut la caisse ne compensent pas les risques liés à l'absence de contrôle interne

[319] La caisse se prévaut d'autres outils « *Cependant, nous tenons à préciser que les documents de travail interne existent couvrant tous les risques que vous identifiez :*

- *suivi de l'ALM et des ratios de décret de 2002. Calcul des TRI et benchmarking des allocations stratégiques.*
- *Mise en place de fonds dédiés à la gestion des risques financiers (CCR Macro couvertures).*
- *Suivi des performances des fonds sur plusieurs horizons de temps, par rapport à un benchmark, un univers de fonds (nous utilisons Europerformance), suivi de la volatilité, ratio de sharpe ; Tracking Error, ratio d'information... documents que nous vous avons fourni.*
- *Comité de marché instance ou sont prises les décisions d'investissement, ou sont discutés les scénarios macro-économiques et les risques spécifiques et ou est assuré le debriefing des visites des sociétés de gestion ». »En conclusion, si la forme nous paraît devoir être revue ou précisée toutes les analyses de risque et même au-delà de celles que vous avez citées sont effectuées ».*

[320] Ce raisonnement n'est pas acceptable et montre au contraire l'ampleur du chemin à accomplir :

- On ne peut apprécier la pertinence des outils sans avoir fait une analyse des risques ;
- Le suivi de l'ALM qui, en dépit de largement marges de manœuvre liées à l'allocation tactique n'est pas respectée sur une large partie de la période ne garantit en rien contre les risques spécifiques à chaque fonds (respect de l'univers d'investissement, des règles de dispersion, ... ;
- Il en va de même du suivi des ratios du décret de 2002, compte tenu du non respect par les fonds des règles qu'il comporte d'une part, de son mode d'établissement d'autre part (cf. *supra*) ;
- Les suivis de performance ne sont pas un outil de contrôle interne des risques ;
- La mission a revu les comités de marché cette revue ne conduit pas à considérer que ces comités soient le lieu d'une analyse des risques et de la vérification de contrôles.

Réponse de l'organisme :

§ 319 - § 320 : Nous maintenons que nos analyses de risque sont pertinentes et les résultats le démontrent. Les allocations stratégiques d'actifs, telles que définies par MERCER et plus récemment par ERNST & YOUNG, ont été définies par rapport aux contraintes de passif de chaque régime et en fonction de scénarios de risques de marché (stress test). Le non respect de l'allocation stratégique est le résultat d'une politique de grande prudence (reconnue par la mission) et au contraire le résultat d'une bonne identification des risques. Le suivi de performance des fonds permet d'identifier les risques spécifiques à chaque fonds et de réagir en conséquence.

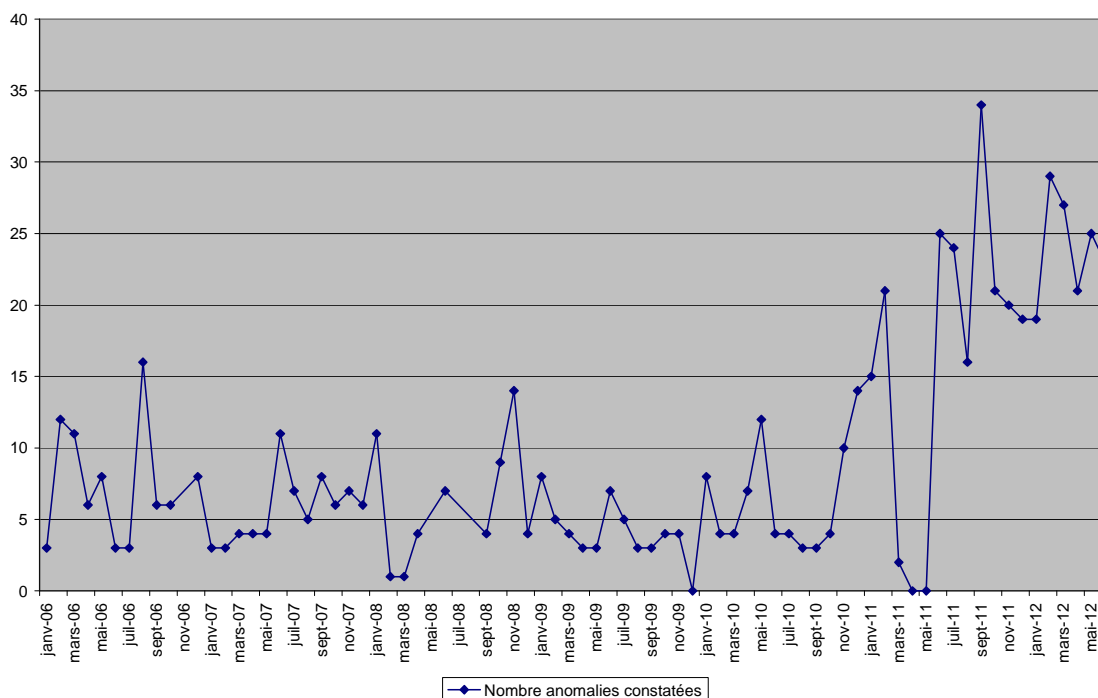
Observation de la mission :

La caisse ne veut pas entendre les éléments établis par la mission et considère que ses pratiques sont au-delà de toute critique. La troisième colonne n'est pas le lieu pour reprendre le raisonnement fait dans le rapport et ses annexes. Ce refus est porté à l'attention de l'administration centrale et devra être pris en compte dans l'exercice de la tutelle.

3.6.6. C'est particulièrement le cas du suivi des anomalies effectué par les dépositaires

- [321] La mission a audité l'utilisation faite des remontées d'informations des deux dépositaires (CACEIS et BNP) qui pratiquent des contrôles sur le respect par les fonds dédiés des dispositions contractuelles et réglementaires.
- [322] Cet audit est, en particulier, justifié par le fait que les rapports faits au conseil d'administration par l'agent comptable indiquent que celui-ci, s'agissant des placements, effectue les contrôles suivants :
- « suivi et centralisation des fiches d'alertes sur la performance des OPCVM
 - suivi des anomalies détectées par CACEIS (contrôle de la régularité des fonds dédiés) »
- [323] **La mission a audité la mise en place de ces contrôles et a donc demandé à l'agence comptable de lui fournir les éléments étayant l'existence et la documentation de ces contrôles.**
- [324] Il lui a été fourni des classeurs dans lesquels sont rangés des impressions papier de ces documents sans aucune trace d'un contrôle, si ce n'est en début de période un paraphe porté sur certains d'entre eux sans que la nature du « contrôle » effectué ne soit précisée ; aucune information sur le contenu de ce « contrôle » n'a pu être obtenue, ni de la nouvelle agent comptable, ni du fondé de pouvoir qui a indiqué ne pas y avoir été associé. Les relevés inclus dans les classeurs ne sont pas exhaustifs (manquent par exemple juillet et août 2008). Ces classeurs ont été exploités pour la période 2006-2010.
- [325] Les relevés du premier trimestre 2011 sont soit manquants soit inexploitable car la colonne donnant l'intitulé de l'anomalie est trop étroite pour que celle-ci soit lisible ; la mission a demandé à obtenir les tableaux Excel originaux ce qui n'a pas été possible.
- [326] En effet l'agence comptable conserve les *reporting* CACEIS dans des classeurs mais ne conserve pas les fichiers électroniques reçus : « nous les imprimons et les archivons dans nos classeurs ». Le service financier ne les conserve que pendant six mois et n'a donc pas pu fournir les fichiers de l'année 2011. Une analyse globale n'est pas possible pour 2011.
- [327] A compter de mars 2011 le dossier fait apparaître la trace sporadique de rappels aux fonds mais aussi une demande à CACEIS de « mise en attente » de l'anomalie « *émetteur investi dans des titres notés moins que BBB+* » pour FORTIS PHARMA OBLIG et PHARMA PAROBLIG car « nous avons donné au gestionnaire une autorisation temporaire de détention de titres émis par la Grèce ».
- [328] L'exploitation des données montre une augmentation du nombre des anomalies constatées pendant le mois au cours de la période.

Graphique 21 : Nombre anomalies constatées pour les mois disponibles



Source : Exploitation IGAS documents CAVP

Réponse de l'organisme :

§ 328 : La mission relève une augmentation du nombre d'anomalies au cours de la période étudiée. Elle ne souligne cependant pas le fait que la majorité des anomalies est régularisée dans des délais raisonnables. A titre d'exemple : sur la période de décembre 2011 à juin 2012, 73 anomalies ont été constatées. Mais 93 % de celles-ci ont été régularisées sur la période dont 90 % dans le mois qui a suivi (en moyenne : 5 jours).

Observation de la mission :

Une régularisation rapide est la norme et non un exploit. Il n'est par contre par répondu sur le non respect pendant des périodes prolongées, voire très prolongées, décrites dans les observations suivantes. L'incapacité de la caisse à admettre des limites à son action est inquiétante sur sa capacité à corriger ses faiblesses. Observation maintenue.

- [329] L'exploitation des données montre outre le nombre d'anomalies le non respect des dispositions des conventions et prospectus pendant des périodes prolongées.
- [330] Sur la période février 2008-juin 2012, soit 53 relevés mensuels, le fonds PHARMA SELECTION AE ne respecte pas son ratio de 60 % d'actions européennes 43 fois, soit dans 81 % des cas, dans 36 cas, soit 68 %, il est inférieur à 40 %. Sur la même période ce fonds dépasse son seuil de 10 % d'émissions hors zone euro de 10 % dans 26 cas (soit 49 %) ; ce pourcentage s'établit dans une fourchette 28-49 %, le dépassement n'est donc pas mineur.
- [331] Le fonds PHARMA SELECTION AI dépasse son pourcentage maximum d'exposition au change entre novembre 2009 et mars 2010 (11,3-12,9 %) et de janvier à juillet 2011 (15-16 %).
- [332] Le fonds PHARMA SELECTION OE dépasse sa limite maximale de 10 % de valeurs hors zone euro entre février 2010 et juillet 2011, soit un an et cinq mois, son exposition varie de 12,6 % à 37,6 % ; la moyenne des taux est de 29 %.
- [333] Si on examine la situation au 30 juin 2012 des fonds dont le dépositaire est CACEIS :

- le fonds DRESNER Pharma 1 dépasse son seuil de placements monétaires depuis le 25/4/2011, soit quatorze mois ;
- depuis le 23/4/2010, soit plus ~~d'un an~~ deux mois, le fonds INDOPHARMA OBLIMONDE a recours à des « cessions de titres en garantie » non autorisées (« mises sur prise en pension ou titres pris en pension vendus ») ;
- le même ne respecte pas sa fourchette de placement en zone euro depuis le 26/2/2012
- PHARMA France géré par BNP Paribas est investi de manière non autorisée en titres BNP depuis le 31/7/2011 soit un an ;
- PHARMA PAROBLIG (même gestionnaire) est investi dans des titres ne respectant pas le minimum de rating depuis le 18/3/2012 ;

Réponse de l'organisme : § 333 : *Le point 3 du paragraphe concerne le fonds LCF PHARMA INTERNATIONAL et non le fonds INDOPHARMA OBLIMONDE, comme le mentionne la mission. De plus, l'anomalie dont il est fait mention a été régularisée le 01/05/2012.*

Observation de la mission : *La mission visait bien l'anomalie non régularisée du fonds PHARMA Oblimonde avec toutefois une erreur de date corrigée dans l'observation.*

[334] Au total, en dépit du peu de contraintes que la caisse fait peser sur ses fonds dédiés, ces dernières ne sont pas toujours respectées; sans que ce point soit formellement suivi.

Réponse de l'organisme : § 334 : *Les anomalies sont formellement suivies (cf. CACEIS / CAVP).*

Observation de la mission : *Aucun document n'a été fourni montrant que la caisse dispose d'un suivi des anomalies de longue durée.*

[335] On notera par ailleurs que les contrôles traitent à la fois du respect de la réglementation applicable aux OPCVM et des clauses contractuelles : il est possible de demander au dépositaire la vérification des diverses dispositions du décret de 2002, voire d'imposer les restrictions supplémentaires que la caisse jugerait nécessaires.

Recommandation n°30 : Documenter les contrôle opérés par CACEIS et vérifier formellement qu'ils correspondent à ceux prévus par le prospectus et la convention ; si la caisse ne peut le faire confier leur audit au commissaire au compte si besoin dans le cadre d'une mission complémentaire.

Recommandation n°31 : Définir les modalités d'utilisation de ces données et leur contribution au contrôle interne.

Recommandation n°32 : Constituer une base de données des anomalies constatées (ou la demander à CACEIS) et l'exploiter pour analyser la performance des gérants en matière de conformité.

Recommandation n°33 : Documenter les non respects supérieurs à 30 jours et s'ils sont acceptés en documenter l'acceptation à un niveau hiérarchique approprié.

Réponse de l'organisme : § 335 : *Les recommandations seront incluses dans les missions du contrôleur interne en cours de recrutement.*

Observation de la mission : *Il est positif de mettre en œuvre les recommandations mais paradoxal alors de contester les constats.*

4. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT EST MARQUEE PAR LE NON RESPECT DE L'ALLOCATION STRATEGIQUE, LA PRESENCE D'INVESTISSEMENTS RISQUES DONT LA DETENTION DIRECTE N'AURAIT PAS ETE PERMISE PAR LA REGLEMENTATION ET UNE DEONTOLOGIE GRANDEMMENT PERFECTIBLE

4.1. La caisse dépasse de manière durable les marges - déjà larges - ouvertes par l'allocation stratégique, sans que la question de la pertinence de cette dernière dans ce nouveau contexte soit posée

[336] Le service financier construit sur une base hebdomadaire un suivi de l'allocation stratégique mais qui n'est, selon les informations données, pas conservé. En revanche, il en est conservé un suivi mensuel qui a été communiqué à la mission. Ce relevé permet d'identifier les mois où les marges ouvertes à l'allocation tactique par rapport à l'allocation stratégique ne sont pas respectés (cf. annexe 15 Suivi de l'allocation tactique).

Tableau 28 : Nombre de mois où les marges ne sont pas respectées

	RCC	ASV ²⁶	RCR	ID
Nombre mois	68	39	68	69
Non respect marges	31	30	47	45
%	46 %	77 %	69 %	65 %

Source : Exploitation IGAS données CAVP.

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

[337] 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 son règlement financier des dispositions qui l'obligent à respecter la réglementation « en transparence », et que cela correspond à l'objectif prudentiel de la réglementation.

[338] 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 considère exagéré au regard de sa mission.

Réponse de l'organisme : § 337 - § 338 : *La mission dans son rapport mentionne «...des dispositions qui l'obligent à respecter la réglementation en transparence... ». De quelles dispositions s'agit-il ? Nous contestons formellement ce point qui n'est pas en adéquation avec le décret n° 2002- 1314 qui, justement, fait la distinction entre les instruments détenus en direct et ceux qui peuvent être détenus via des OPCVM.*

Observation de la mission : *La mission se réfère à la combinaison des articles 13-18 et 19 du règlement financier tel que décrite aux observations 1261 à 1267 de l'annexe 13 relative au règlement financier et aux observations 343 et 344 du présent rapport ; la discussion sur la réglementation sera complétée dans le rapport de synthèse on remarquera ici que le message principal porté par le titre est le fait que la caisse détienne au travers de fonds des actifs qu'elle ne serait pas autorisée à détenir en direct.*

²⁶ Pour le régime ASV, le relevé est fait à partir du moment où l'allocation stratégique n'est plus composée uniquement de produit monétaires.

4.2.1. Tant le règlement financier de la caisse qu'une attitude prudentielle conduisent à considérer comme obligatoire et nécessaire une analyse en transparence des fonds

[339] 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 coordonnés²⁷) 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.

[340] 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.

[341] 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 par les copropriétaires. On peut à cet égard citer l'article L214-8-3 (Ordonnance n°2011-915 du 1er 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* ».

[342] 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 appartenant à la caisse ils sont soumis aux règles précitées.

[343] De même, en contradiction avec ce qui a pu être affirmé par la caisse au cours des entretiens conduits par la mission, le règlement financier pose, au moins pour les fonds dédiés, le principe de la transparence des fonds. Ainsi l'article 19 prévoit que « *le Service Comptable assure [la] vérification des opérations financières réalisées par le Service financier sur les fonds dédiés suivant les mêmes critères que ceux requis pour la gestion en direct.* ». Or l'article 18 -traitant de la gestion directe- précise que la vérification de la réglementation entre dans les attributions du service comptable pour ce qui est de la gestion directe : « *le Service Comptable assure [la] vérification des opérations financières initiées par le service financier : [...]* »

- *Adéquation aux contraintes réglementaires,*
- *Adéquation aux contraintes de la CAVP, [...]* »

[344] La mission comprend du règlement financier que la caisse estime devoir répercuter les contraintes réglementaires qui pèsent sur elle sur ses fonds dédiés. Selon l'approche retenue par le règlement financier, les fonds dédiés se doivent de respecter le décret 2002-1314 modifié.

²⁷ 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.

- [345] Ce point est conforté par l'existence de références à l'applicabilité de la réglementation au sein de conventions de gestion. Ainsi, il est-il précisé au sein de la convention de gestion du fonds CADUCEE OBLIG INTER que « *conformément au décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002, les OPCVM investis hors zone euro doivent être libellés ou réalisables en euros* ».

Réponse de l'organisme : § 339 - § 345 : *Le régulateur a explicitement défini une répartition des actifs en fonction de leur catégorie et en faisant clairement la distinction entre les titres détenus en direct et via des OPCVM. La catégorie 8 autorise la détention d'actifs non autorisés en direct et, si l'on peut discuter de la personne morale, la mission elle-même reconnaît que la détention de dettes émergentes via une SICAV est autorisée.*

Observation de la mission : *Question déjà traitée par ailleurs. Observations maintenues.*

- [346] 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.

- [347] 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.

Réponse de l'organisme : § 346 - § 347 : *La « transparence » ne doit pas amener à considérer que les actifs détenus via des OPCVM ouverts doivent satisfaire aux dispositions de l'article R 623-3 car, comme dit précédemment, le régulateur a bien séparé actifs détenus en direct et actifs détenus via des OPCVM.*

Observation de la mission : *La mission note ce que la caisse estime que la réglementation ne « doit pas » être. Elle est de l'opinion inverse considérant que la démarche prudentielle prévaut et donc que les caisses de retraite ne devraient pas détenir au travers de fonds des actifs qu'elles ne sont pas autorisées à détenir en direct. La question de l'applicabilité de ce principe aux OPCVM ouverts sera traitée dans le rapport de synthèse.*

4.2.2. Les OPCVM ont recours à des produits dérivés dans un but de spéculation ou de surexposition ce que le décret n°1314 du 25 octobre 2002 lui interdirait de faire en direct

- [348] 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. Le décret de 2002 ne traite que de la question de la détention de tels produits en direct et n'aborde par le sujet de leur détention au travers d'OCVM. Par conséquent, en vertu du principe de transparence, la mission considère que la réglementation en matière de produits dérivés doit également s'appliquer aux OPCVM.

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.

- [349] 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 toute 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.
- [350] 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. Par exemple, « *le gérant [CA PHARMA GLOBAL] pourra prendre des positions en vue de couvrir et/ou d'exposer contre/à des risques de taux, des risques actions, des risques de change, pour tirer parti des variations du marché ou réaliser l'objectif de gestion.* » Selon le prospectus simplifié du fonds, l'engagement issu des dérivés, et des opérations d'acquisition et de cession temporaires de titres est « *limité à 100 % de l'actif. La somme de l'exposition issue des titres vifs et de l'engagement est limitée à 200 % de l'actif.* » De même, NATIO FDS PHARMA se réserve le droit d'utiliser des crédits default swap (CDS) pour « *prendre une position de crédit sur un émetteur ou un panier d'émetteurs* ». Dans ce cadre, le FCP pourra aussi bien se porter « *acheteur que vendeur de protection* ». Cette disposition autorise les prises de position les plus spéculatives. Leur seule limite est un montant de 100 % de l'actif net et donc un potentiel de perte totale du portefeuille.
- [351] 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.
- [352] 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. Un nombre important d'OPCVM recherche une exposition au risque de change contraire aux limites imposées par le décret de 2002 et rend la vérification de cette limite impossible

- [353] 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.

[354] A ce jour, le respect de cette contrainte de congruence n'est ni acquis ni pleinement vérifiable en 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, le tableau suivant explicite les pays dans lesquels le fonds obligataire EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A 3D, libellé en dollars américains, peut investir.

Tableau 29 : Pays autorisés par le prospectus du fonds EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A 3D

Afrique du Sud Bourse de Johannesburg	Ghana Bourse du Ghana	Norvège
Arabie Saoudite Bourse d'Arabie saoudite	Hong Kong	Nouvelle-Zélande
Argentine	Hong Kong Bourse de Hong Kong	Pakistan Bourse d'Islamabad
Australie	Île Maurice Bourse de l'Île Maurice	Pérou Bolsa de Valores de Lima
Bahreïn Bourse de Bahreïn	Inde Bourse de Bangalore	Philippines Bourse des Philippines
Bangladesh Bourse de Dhaka	Indonésie Bourse de Jakarta	Russie Système de négociation russe
Bermudes Bourse des Bermudes	Islande Bourse d'Islande	Singapour Bourse de Singapour
Botswana Bourse du Botswana	Israël Bourse de Tel-Aviv	Sri Lanka Bourse de Colombo
Brésil Bolsa de Valores de Rio de Janeiro	Japon	Suisse
Canada	Jordanie Marché financier d'Amman	Taiwan (République de Chine) Taiwan Stock Exchange Corporation
Chili Bolsa de Comercio de Santiago	Kenya Bourse de Nairobi	Thaïlande Bourse de Thaïlande
Chine (République populaire de) Bourse de Shanghai	Koweït Bourse du Koweït	Turquie Bourse d'Istanbul
Colombie Bolsa de Bogata	Malaisie Bourse de Kuala Lumpur	Ukraine Bourse d'Ukraine
Corée Bourse de Corée	Maroc Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca	Uruguay Bolsa de Valores de Montevideo
Corée du Sud Bourse de Corée	Mexique Bolsa Mexicana de Valores	Venezuela Bourse de Caracas
Croatie Bourse de Zagreb	Namibie Bourse de Namibie	Zambie Bourse de Lusaka
Égypte Bourse d'Alexandrie	Nigeria Bourse du Nigeria à Lagos	Zimbabwe Bourse du Zimbabwe
États-Unis d'Amérique		

Source : Prospectus du fonds.

[355] 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.

- [356] En conservant l'exemple de EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A 3D, mais tout autre fonds de même nature (cf. *infra*) révélerait les mêmes éléments, on observe que « *le Fonds investit normalement au moins 80 % de ses actifs dans des Instruments à revenu fixe libellés dans des devises de pays possédant des marchés émergents de valeurs mobilières, qui peuvent être représentés par des contrats à terme ou des instruments dérivés tels que des options, des contrats à terme standardisés ou des swaps. Le Fonds peut investir dans des contrats à terme ou des instruments dérivés libellés dans toute devise. [...] Le Fonds peut, sans y être tenu, couvrir son exposition aux devises autres que l'USD prospectus ajoute « qu'en raison du niveau de risque supérieur à la moyenne lié au Fonds Emerging Local Bond Fund, (celui-ci ayant la possibilité d'investir dans des instruments financiers dérivés et dans des titres de marchés émergents), il est déconseillé d'accorder à celui-ci une part trop importante dans un portefeuille d'investissement ; le Fonds peut ne pas être recommandé pour tous les investisseurs. »*
- [357] Dans le but de couvrir son risque de change à un niveau « macro », la caisse dispose d'un fonds nommé CCR MACRO COUVERTURE CHANGE. Ce dernier « *définit et prend des positions haussières sur l'euro face à des devises des pays de l'OCDE* ». La caisse ne souhaite donc pas couvrir son risque de change lié à la détention de titres liées aux économies émergents. Le prospectus du fonds ajoute que l'engagement net du fonds lié aux instruments dérivés peut être égal à 10 fois son actif et que « *ce produit est destiné à des investisseurs désireux d'atteindre des rendements attractifs avec un niveau de risque élevé pour un horizon d'investissement minimum recommandé de 2 ans et disposés à accepter des fluctuations de leur capital au cours de la période considérée* ».
- [358] Au nombre de trois (CCR MACRO COUVERTURE CHANGE, CCR MACRO COUVERTURE TAUX et CCR MACRO COUVERTURE ACTIONS) ces fonds sont appelés fonds de « *couverture* » alors que cette appellation supposerait que soit défini par le prospectus un univers d'investissement, lié aux actifs appartenant à la caisse, dont ils assureraient la couverture et que son objectif ne soit pas de fournir « **des rendements attractifs** ». En l'absence de ces éléments, la caisse s'est simplement dotée de fonds lui permettant de spéculer sur la baisse des actions, la hausse de l'euro et celle des taux d'intérêt.
- [359] 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 fait 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 absence du suivi de ce risque par la caisse.

Recommandation n°34 : 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 :

§ 357 - § 359 : *Cette présentation est dommageable et ne reflète pas la réalité. Nous sommes, de par nos investissements en direct et via des OPCVM, exposés à la baisse des actions, à la hausse de l'Euro et des taux. Ces trois FCP nous permettent, comme ceci est expliqué dans les conventions, de prendre des positions nous permettant de couvrir ces risques et uniquement ces risques. Nous sommes bien dans des stratégies de macro-couverture conformes à l'esprit des prospectus et des conventions.*

Observation de la mission :

La présentation est celle des conventions de gestion signées par la caisse. La caisse n'étant pas en mesure de suivre son risque de change par transparence sur l'ensemble de ses OPCVM, qu'ils soient ouverts ou non. La façon dont la macro couverture est prise en compte n'est pas explicitée si bien que l'on peut s'interroger sur l'efficacité de la manœuvre. La seconde colonne était l'occasion pour la caisse de répondre à ces questions, ce qui n'a pas été fait. Observations maintenues.

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

[360] 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 émergent ne satisfont pas aux dispositions du présent article.

Recommandation n°35 : Suivre par transparence l'exposition à chaque pays ou zone géographique et vérifier la part de ces actifs dans le portefeuille global.

4.2.5. La caisse a souscrit des fonds dans un objectif de spéculation pure

4.2.5.1. La gestion alternative

[361] 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.

[362] La CAVP investit dans des OPCVM utilisant des techniques de gestion dites alternatives (plus connus sous leur dénomination anglaise : *Hedge Funds*). Fin 2011, les fonds suivants entraient dans la catégorie AMF des fonds alternatifs :

- CS PHARMA ALTERNATIF FCP ;
- LYXOR PHARMA ALTERNAT FCP 3DEC ;
- RICHCOURT PHARMA ALTERNAT FCP.

[363] Ce type de fonds a particulièrement souffert de la crise. La mission observe que la caisse passe ainsi de neuf fonds alternatifs valorisés comptablement à 214 M€ fin 2007 aux trois fonds listés ci-dessus pour un montant de 42 M€.

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

Long-Short Equity²⁸ : 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

²⁸ « 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.

obligataires mondiaux.

Managed futures : Prise de position avec effet de levier essentiellement sur les marchés de futures²⁹.

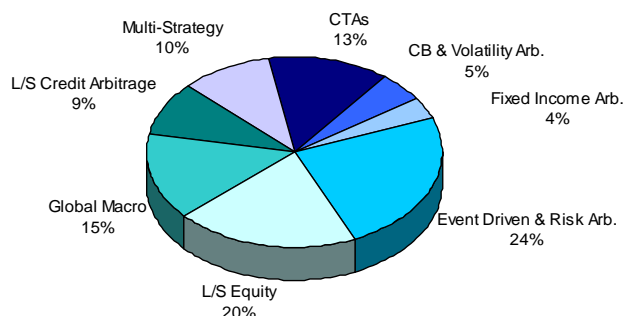
Emerging markets Investissement dans des actions d'entreprises de pays émergents.

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.

[365] La CAVP a transmis à la mission le *reporting* qu'elle reçoit régulièrement de ses fonds. L'extrait suivant de celui concernant LYXOR PHARMA ALTERNATIF illustre le fait que le gérant utilise tout le panel autorisé en matière de gestion alternative.

Graphique 22 : Allocation par stratégie du fonds LYXOR PHARMA ALTERNATIF au 26 juin 2012



Source : *Reporting LYXOR PHARMA ALTERNATIF*.

- Des produits structurés complexes nécessitant des compétences en matière de valorisation et de gestion des risques dont la caisse ne dispose pas

[366] 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-jacent³⁰ à différentes maturités.

[367] 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.

²⁹ Traduire par contrat à terme en français. Ce sont des produits dérivés.

³⁰ Indice des marchés actions, taux d'intérêt, etc. ...

- [368] En général, les produits structurés rencontrés sont soit des BMTN³¹, soit des titres de créance émis à travers un programme type EMTN³². 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.
- [369] 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 ;
 - Etre valorisés par au moins deux organismes distincts et non liés financièrement ni entre eux, ni avec la caisse de base ou section professionnelle détentrice des bons ;
 - 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.
- [370] 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.
- [371] 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.
- [372] La CAVP ne souscrit pas ce type d'instrument en direct mais détient un fonds qui lui est dédié, SOGEPHARMA REVERSE, chargé de procéder à de telles acquisitions. En l'espèce, SOGEPHARMA REVERSE a acquis des titres sous forme d'EMTN qui, de par leurs caractéristiques, peuvent être assimilés à des BMTN. Ce mécanisme de détention indirecte permet, selon l'interprétation de la réglementation qu'a la caisse, de se soustraire aux obligations énoncées par l'article R. 623-5 citées *supra*.

³¹ 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.**

³² *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.

- [373] SOGEPHARMA REVERSE est particulier en ce sens que son univers d'investissement est composé exclusivement de produits structurés de type *reverse convertibles*. De manière schématique il est possible de concevoir le *reverse convertible* comme la somme de deux instruments financiers : une obligation et un produit dérivé de type option de vente avec barrière. In fine, un tel produit s'apparente à une obligation qui serait indexée sur un sous-jacent (indice, actions,...). Cette indexation conduit dans les cas de baisse du sous-jacent à une perte en capital qui peut être totale. L'acceptation d'une telle possibilité de perte – causée par la présence d'une option de vente – a pour contrepartie le versement d'un coupon important (de 13 % à 18 % annuel dans le cas de la CAVP).
- [374] Plus précisément, une option de vente est un instrument financier à terme donnant le droit, mais non l'obligation, à son acquéreur de vendre au terme du contrat un sous-jacent à un prix convenu lors de la signature dudit contrat. Ce prix convenu à l'avance est appelé le prix d'exercice de l'option. Ainsi, une option de vente sur une action, de prix d'exercice 100, permet à son acquéreur de vendre, à l'échéance du contrat³³, l'action à 100 et cela quel que soit le cours de l'action le jour de l'échéance. L'acquéreur de l'option fera un gain si l'action cote sous le prix d'exercice (car il peut la vendre à un prix supérieur à celui constaté sur le marché).
- [375] Une option avec barrière est « légèrement » plus complexe étant donné que l'option ne s'active ou ne se désactive que si le sous-jacent franchit un certain niveau (barrière) convenu à la signature du contrat.
- [376] Le prix d'une telle option nécessite l'implémentation d'un modèle financier et dépend de nombreux paramètres (niveaux des taux, corrélation des taux et du sous-jacent, niveau de dividende, volatilité) dont l'un des plus connus est sans doute la volatilité. En effet, plus cette dernière est élevée, plus le potentiel de gain est important et plus la valeur de l'option croît.
- [377] Dans l'exemple du produit *reverse convertible*, tout semble se passer comme si la caisse achetait une obligation (versant des coupons) qui peut être convertie en actions, lorsqu'à l'échéance, le sous-jacent clôture à un niveau inférieur à la valeur de la barrière. In fine, tout se passe comme si la caisse vendait une option de vente avec barrière « activante » à la baisse et achetait, une obligation. Le produit de la vente de l'option étant investi dans l'obligation, apparaît ici un effet de levier. Cet effet de levier est d'autant plus important que le prix de l'option vendue est important et donc que le risque de perte associé à la vente de l'option est fort.
- [378] Par ce montage, les *reverse convertibles* acquis par le fonds SOGEPHARMA REVERSE pour le compte de la caisse affichent des coupons annuels de 13 % à 18 %, ce qui témoigne de la valeur de l'option de vente incorporée et du risque de perte allant avec. Il va sans dire que le recours à de tels produits nécessite des compétences fortes en matière de valorisation – pour ne pas se voir offrir un coupon de 13 % quand le risque associé mériterait de recevoir 15 % – et en matière de gestion des risques. La question de la pertinence de l'achat de tels produits par une caisse de retraite est posée. Se pose en effet le triple problème de l'adéquation à la réglementation, de la compétence en matière de valorisation et de gestionnaire des risques de la caisse et de l'adéquation au passif.

Réponse de l'organisme :

§ 378 : Si la caisse a fait le choix de déléguer la gestion à AMUNDI (l'un des leaders mondiaux de la gestion), c'est bien parce qu'elle était consciente de ne pas avoir en interne la capacité de valoriser ce type de produit.

Observation de la mission :

La réponse confirme le manque de compétence interne relevé par la mission. Elle est, par ailleurs, contradictoire avec celle faite à l'observation 20 dans laquelle la caisse affirme détenir toutes les compétences nécessaires pour les produits les plus complexes.

³³ Ou à tout moment dans le cas d'une option dite « américaine ».

[379] D'un point de vue réglementaire, en vertu du principe de transparence, ces EMTN, assimilables à des BMTN, ne répondent pas aux cinq exigences cumulatives de l'article R. 623-5 (cf. supra). En l'espèce, si certains de ces critères sont d'interprétation délicate (clause de liquidité réelle) il est certain que le dernier critère n'est pas respecté dans la mesure où, à terme, la perte peut être totale.

[380] Il convient de noter une particularité intéressante du fonds. **Sont notamment présents au comité d'investissement du fonds deux représentants de la CAVP.** Ce comité a vocation à choisir les sous-jacents, dimensionner des paramètres (prix d'exercices et barrières), valider les ordres et définir de la politique d'achat. Cela suppose une implication directe de la CAVP dans la gestion quotidienne, **Cette implication est paradoxale pour un fonds dont la caisse admet qu'elle n'est pas en mesure de valoriser les produits acquis.**

Réponse de l'organisme :

§ 380 : Nous ne comprenons pas pourquoi cela pose un problème à la mission que la caisse s'implique dans la gestion du fonds. Au contraire, elle devrait être rassurée et nous reproche suffisamment de laisser trop de marges de manœuvre à nos gestionnaires (voir également notre réponse au paragraphe 857).

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation qui est précisée : il est paradoxal de participer au comité d'investissement d'un fonds dont la caisse admet elle-même qu'elle n'a pas les capacités pour valoriser les produits acquis. L'observation est modifiée en ce sens.

4.2.6. 80 % des OPCVM audités, représentant 60 % de la valeur nette comptable auditée et 16 % du portefeuille total, ne sont pas éligibles à une détention directe

[381] *In fine*, la mission considère 24 OPCVM sur les 30 sondés, soit 60 % de la valeur nette comptable de l'échantillon ne sont pas conformes à l'esprit des dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002. Sans extrapoler de façon hasardeuse, ce taux à l'ensemble du portefeuille, notons toutefois que ces 24 OPCVM représentent 16 % du portefeuille en valeur nette comptable à fin 2011.

Tableau 30 : Liste des OPCVM jugés comme non conformes par la mission (M€)

Désignation du titre	Valeur nette	Univers d'investissement	Produits dérivés	Risque de change
INDOPHARMA OBLIMONDE	163,6		x	x
PHARMA SELECTION OC	120,8	x	x	x
CA PHARMA GLOBAL	104,4	x	x	x
CADUCEE OBLIG INTER	99,2			x
PHARMA SELECTION OE	86,5	x	x	x
NATIO FDS PHARMA ACT	63,8	x	x	x
PHARMA SELECTION DV	56,1	x	x	x
PHARMA SELECTION AI	53,5	x	x	x
LYXOR PHARMA ALTERNAT	40,9	x	x	x
PHARMA SELECTION AE	37,0	x	x	x
SOGEPHARMA REVERSE	32,3	x	x	
JPM EM.MKTS LOC.CURR.C USD C	30,8	x	x	x
EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A	20,4	x	x	x
PICTET EMER LOCAL CUR DEBT I	15,7	x	x	x
CCR MACRO COUVER.ACT	15,0		x	x
CCR MACRO COUVERT.TX	10,0		x	x
CCR MACRO C.CH.3D	10,0		x	x
ING L RENTA EM.MKT.DEBT LC I C	9,8	x	x	x
HSBC GLOB.EME.I C.	9,8	x	x	x
PHARMA SELECTION MD	1,0	x	x	x
CS PHARMA ALTERNATIF	0,5	x	x	
RICH COURT PHARMA ALTERNAT	0,3	x	x	x
BARING HONG KONG CHINA FUND A EUR		x	x	x
AMUNDI FUNDS EQUITY LATIN AMERICA		x	x	x
TOTAL 2011	981,5			

Source : IGAS.

Recommandation n°36 : 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°37 : Faire vérifier ces nouvelles dispositions par les dépositaires (qui contrôlent d'ores et déjà les contraintes imposées par les conventions).

Recommandation n°38 : Elaborer une cartographie des risques spécifique à la gestion déléguée permettant de mesurer, suivre et limiter les risques des fonds. 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.

4.3. L'immobilier a vu son rendement réduit par la situation d'un immeuble

[382] L'immobilier et sa gestion sont analysés de manière détaillée en annexe 10 immobilier.

4.3.1. Le patrimoine immobilier évalué à 471 M€ fin 2011 comporte à la fois des immeubles de bureau et d'habitation

[383] Le patrimoine immobilier est réparti entre des immeubles de bureau pour 60 % de la surface et pour 40 % en immeubles d'habitation. Cette répartition évolue peu pendant la période sous revue. La gestion de ces immeubles est effectuée pour partie en direct, elle est pour partie déléguée.

Tableau 31 : Répartition du patrimoine entre gestion directe et gestion déléguée

m ²	Bureau		Habitation		Total	
Gestion directe	32 517	90 %	298	1 %	32 816	55 %
Gestion déléguée	3 744	10 %	23 413	99 %	27 157	45 %
Total	36 261	100 %	23 711	100 %	59 973	100 %
	60 %		40 %			100 %

Source : CAVP.

[384] Composé de 11 immeubles (dont deux comportent à la fois des bureaux et des locaux d'habitation) et d'une forêt, ce patrimoine a peu évolué pendant la période. Deux cessions ont été réalisées en 2007 (un immeuble à Poissy) et en 2011 (un plateau de bureaux dans une tour à Nanterre). En 2012 a été acquis en immeuble en vente en état futur d'achèvement (VEFA) à Paris. Il n'apparaît pas dans les comptes pendant la période sous revue.

[385] Les forêts ne figurent pas dans les actifs dont la détention est autorisée par l'article R 923-3 du code de la sécurité sociale. Ce point est connu à la fois de la tutelle et du conseil d'administration. Celui-ci manifeste un attachement fort à cet actif, attachement qualifié par les interlocuteurs de la mission de « sentimental » en raison de l'importance qu'il avait pour un ancien président.

[386] Sous réserve des propositions qu'elle pourra être amené à faire dans le cadre de son rapport de synthèse la mission ne peut que recommander que la caisse se mette en conformité avec la réglementation.

Recommandation n°39 : En l'absence d'une évolution de la réglementation céder la forêt que détient la caisse.

[387] Elle estime toutefois que cet actif représentant une valeur comptable de 0,9 M€ et une valeur vénale de 4,1 M€ et ne représente pas un risque significatif, au regard d'autres actifs bien plus risqués détenus par la caisse; dès lors il ne faudrait pas que ce sujet serve de point de fixation et détourne la caisse et la tutelle de traiter les points de faiblesse nettement plus importants relevés par ailleurs.

[388] Le patrimoine est évalué à 471 M€ au 31/12/2011

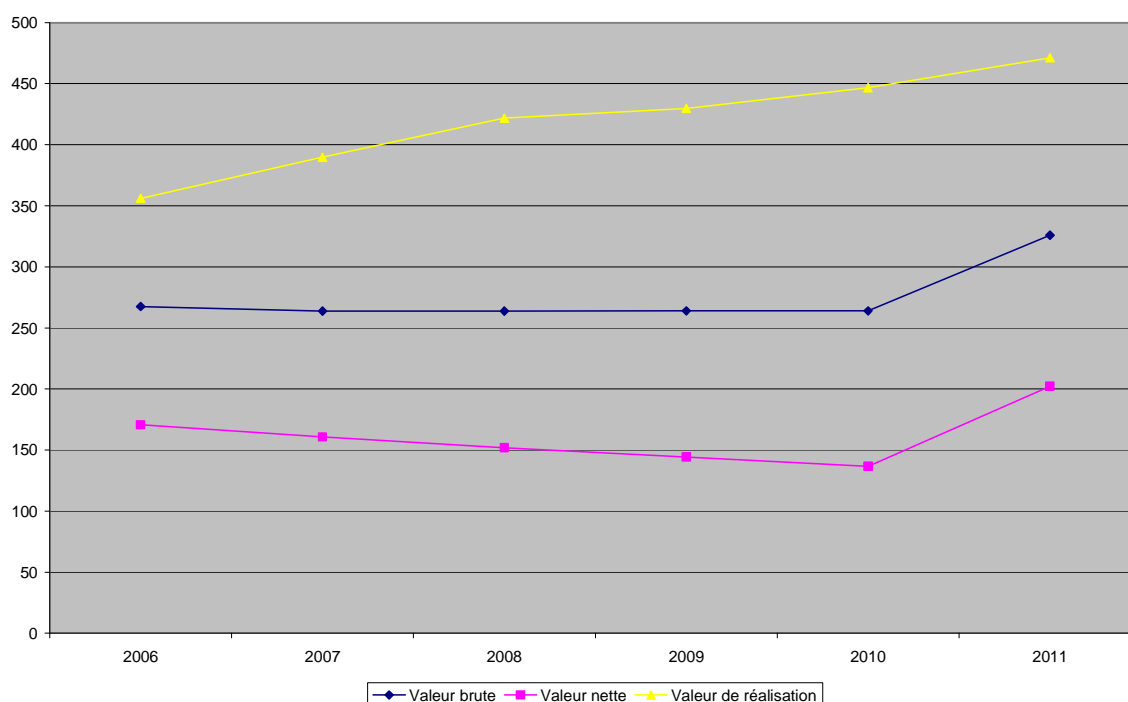
Tableau 32 : Placements immobiliers (millions d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur brute	268	264	264	264	264	326
Valeur nette	171	161	152	144	137	202
Valeur de réalisation	356	390	422	430	447	471

Source : Etats détaillés CAVP

[389] L'augmentation en 2011 de la valeur brute et de la valeur nette n'est pas due à des acquisitions mais à la vente d'un immeuble à une SCI dont les parts sont détenues par la caisse qui a permis de faire apparaître les plus-values.

Graphique 23 : Evolution des valeurs brutes nette et de réalisation des placements immobiliers



Source : CAVP.

[390] La mission n'a pas obtenu des explications totalement satisfaisantes sur les valeurs de réalisation estimées (et sur leur variations) pour plusieurs immeubles. L'objet de la mission n'était pas de revoir les modes de calcul de la valeur de marché et de contre-expertiser les chiffres qui lui étaient présentés. Elle engage toutefois le bureau du conseil d'administration et le conseil d'administration à demander à la direction les explications claires qu'elle n'a pu obtenir, **notamment préalablement à toute cession** (cf. annexe 10 immobilier).

4.3.2. L'immeuble Marbeuf a très sensiblement réduit la rentabilité de l'immobilier de bureau

[391] L'immeuble Marbeuf a nécessité d'importants travaux dans des conditions que la caisse a décrites comme difficiles, à la fois du fait des caractéristiques propres de l'immeuble et donc du chantier, mais aussi du choix initial d'un marché à lots dont l'exécution a été particulièrement difficile. De ce fait, le taux de vacances est de manière prolongée très supérieur à celui du marché.

Tableau 33 : Immobilier de bureau évolution comparée du taux de vacances au 31/12

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Paris QCA		4,7 %	3,40 %	4,10 %	6,50 %	5,25 %	4,7 %
Ile de France	5,60 %	5,20 %	5 %	5,60 %	7,40 %	7 %	7,2 %
CAVP		32,50 %	25,80 %	27,21 %	27,21 %	5,40 %	1,89 %

Source : CAVP rapports d'activité.

- [392] L'immeuble Marbeuf est constamment déficitaire dans la période car il n'est pas ou pas assez occupé et fait l'objet de travaux. Une tentative de vente initiée en 2007 n'a pas abouti.

Tableau 34 : Résultat net immobilier (hors forêt et immeuble siège)

K€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ³⁴
Résultat net immobilier	4 574	-426	3 613	5 958	6 654	6 908	8 768
dont Marbeuf	-3 308	-2 878	-683	-1 074	-1 373	-1 621	-199
dont hors Marbeuf	7 882	2 452	4 296	7 032	8 027	8 529	8 969

Source : Exploitation IGAS CAVP rapport d'activité

- [393] Calculé en rapportant le résultat net à la valeur vénale moyenne (somme fin et début d'année divisée par deux), le rendement de l'immobilier s'établit entre 1 et 1,6 % par an.

Tableau 35 : Rendement de l'immobilier (hors forêt et immeuble siège)

K€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
résultat net immobilier	4 574	-426	3 613	5 958	6 654	6 908	8 778
valeur vénale 31/12		354 740	388 510	420 400	425 680	442 670	493 220
valeur vénale moyenne			371 625	404 455	423 040	434 175	467 945
Rendement comptable			1,0 %	1,5 %	1,6 %	1,6 %	1,9 %

Source : Exploitation IGAS rapport d'activité.

- [394] Si on neutralise l'immeuble Marbeuf le rendement comptable s'établit entre 1,6 % et 2,6 %.

Tableau 36 : Rendement de l'immobilier hors Marbeuf

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat hors Marbeuf	7 882	2 452	4 296	7 032	8 027	8 529	8 977
Valeur vénale hors Marbeuf	0	271 510	251 510	310 400	315 680	332 670	373 220
Valeur vénale hors Marbeuf moyenne			261 510	280 955	313 040	324 175	352 945
Rendement comptable hors Marbeuf			1,6 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

³⁴ Hors impact cession immeuble pour avoir des données homogènes

[395] On notera que les données figurant dans le rapport d'activité ne comportent ni les calculs hors Marbeuf, ni des chroniques, la comparaison avec les références est présentée dans le texte mais non mise en évidence. La lisibilité de l'information apportée pourrait être sensiblement améliorée.

Recommandation n°40 : Améliorer la lisibilité du rapport d'activité et des documents présentés aux instances en matière d'immobilier

[396] Il est présenté dans le rapport d'activité un calcul de TRI qui est en réalité un indicateur du niveau des plus-values latentes. Ce calcul n'est pas fait par le service immobilier mais par le chargé d'affaires financières. Ses résultats sont en fait déterminés par les plus-values latentes.

[397] En effet l'attention de la mission a été attirée par le fait que la performance de l'immeuble Marbeuf demeure élevée quand on la calcule avec cet indicateur alors qu'il connaît des pertes. Cela est dû au mode de calcul du TRI c'est-à-dire le taux qui annule la somme algébrique des flux actualisés en intégrant comme flux de l'année de calcul la vente de l'immeuble à sa valeur estimée.

Tableau 37 : TRI immobilier au 31/12

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TRI	ND	ND	6,33 %	6,34 %	6,39 %	6,34 %	7,19 %
dont Marbeuf			9,30 %	8,65 %	8,40 %	8,17 %	8,23 %

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

Recommandation n°41 : Présenter les résultats de l'immobilier en distinguant la rentabilité effective de l'impact des plus-values latentes

4.4. La CAVP détient des actifs de nature risquée sans lien avec son « passif » pouvant peser sur l'équilibre des régimes

[398] Au-delà des questions réglementaires, il convient de se demander si les placements et modes de gestions mis en œuvre sont adaptés et en adéquation avec les missions de la caisse. L'objet principal de la CAVP est en effet d'assurer le service de retraites sur une longue période grâce à sa gestion des cotisations qui sont, en grande partie, obligatoires. Ces considérations supposent une double contrainte 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. Une chute du niveau des placements correspond à une perte des cotisations investies sur les marchés. Qui plus est, si philosophique soit-elle, 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.

[399] 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 sembler excessif notamment au vu de la faiblesse de l'organisation ayant trait à la gestion des risques financiers.

Réponse de l'organisme : § 398 - § 399 : *Nous ne comprenons pas ce point. Les allocations stratégiques sont définies par des cabinets extérieurs dont la mission a loué la qualité et nous reproche de ne pas respecter ces ALM par un excès de prudence. Or, ici, la mission indique une « gestion qui doit être fortement marquée par le principe de prudence »...*

Observation de la mission : *Les allocations stratégiques permettent la détention au travers de fonds d'actifs dont la mission considère le niveau de risque trop important au regard de la nature des passifs. Le fait que la CAVP ne comprenne pas ce point, et rabâche sa seule réduction de l'exposition au risque actions, est inquiétant pour l'avenir. Observations maintenues.*

- [400] En particulier, les fonds mettant en œuvre des stratégies dites de gestion alternative (*hedge funds*) ont vocation à réaliser des performances décorélées 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'écart 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. Quoiqu'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 (auquel la caisse a été exposée), 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.
- [401] Un des problèmes majeur 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.
- [402] Outre le fait que l'exposition de la caisse à ce genre de produit n'est pas négligeable en début de période (4 % de l'actif en 2006) on peut s'interroger en particulier sur l'utilisation de fonds de fonds dans lesquels en pratique la caisse ne demandant pas de transparence n'a aucune idée précise de l'utilisation des fonds qu'elle confie. On trouvera ci-dessous deux exemples dans lesquels les risques pris se sont concrétisés.

Le fonds CS Pharma alternatif

Ce fonds a été créé en 2003 par convention avec la société Crédit Suisse Asset Management. C'est un fonds de fonds gestion alternative qui prévoit explicitement des produits que la caisse ne pourrait pas détenir en direct.

La liberté de gestion du gérant est quasi-totale. « *La gestion sera diversifiée et discrétionnaire, tant en ce qui concerne les styles de gestion que les choix des fonds sous-jacents, notamment des fonds d'investissement mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative, selon les anticipations du gérant* ». « *L'allocation entre les différentes stratégies sera choisie de façon discrétionnaire par la société de gestion* ». Des bornes maximales par stratégie sont prévues mais elles sont indicatives : « *la société de gestion s'efforcera de respecter les bornes d'allocation par stratégies [...] elle se réserve cependant le droit de modifier les bornes d'investissement mentionnées, afin de tenir compte de l'évolution des marchés* ».

Au total, la caisse investit dans un fonds risqué aux frais de gestion élevés dont le gestionnaire à toute liberté pour investir dans d'autres fonds (fonds de fonds) en contrepartie d'un objectif de rentabilité qui est de faire mieux que le taux sans risque, le tout sans garantie du capital investi. Cet investissement est de plus de long terme et présente un risque de liquidité

Ce fonds détenait une part du fonds AMARANTH, 9,2 milliards de dollars d'actif qui a, en septembre 2006 perdu 65 % de ses actifs en une semaine, ce qui l'a conduit à en liquider la totalité. Cette faillite est due au « *pari erroné* » fait par un des traders de la société sur les dérivés du gaz naturel générant 6,5 milliards de perte. De manière très simplifiée, le courtier avait spéculé sur un hiver rigoureux et des ouragans conduisant à une réduction de l'offre en fin de saison

prenant des positions sur l'écart entre des instruments dérivés à différentes dates.

Le compte rendu du conseil d'administration du 22/11/2006 indique « *les fonds alternatifs enregistrent une performance de 1,25 % à fin octobre, en recul sensible par rapport au mois précédent (+2,76 %). Cela s'explique par la contreperformance du fonds CS PHARMA ALTERNATIF (- 3,5 % sur un mois) en raison de son exposition sur des fonds multi stratégies gérés par la société AMARANTH fonds qui se sont effondrés suite à des positions malheureuses prises sur le marché des dérivés du gaz naturel* ». Le bureau exécutif n'avait pas eu plus d'informations. **On appréciera l'expression « positions malheureuses » pour qualifier des choix conduisant à perdre 65 % de son actif en une semaine.** Le compte rendu ne fait apparaître aucune réaction du conseil

La liquidation entamée début 2007 n'est pas réalisée mi-2012 et le fonds détient encore des fonds AMARANTH provisionnés mais aussi des fonds SHEPHERD pour lesquels il n'a pas été passé de provisions, ces actifs étant considérés comme temporairement non liquides et valorisés à une valeur de marché estimée. On peut s'étonner de cette absence de provisionnement pour une valeur que depuis cinq ans la caisse n'a pu vendre à une valeur qui lui convienne ce qui fait peser le plus grand doute sur le caractère « temporaire » de l'illiquidité et sur la valeur de « marché » qui est utilisée.

On notera que la caisse calcule pour ce fonds un TRI de 6,3 % **selon des hypothèses qui n'ont pu être validées par la mission (cf. réponses ci-dessous)** alors que la mission selon les hypothèses de provisionnement faites l'estime aujourd'hui entre -0,3 % et +0,1 %.

Un raisonnement moins « sophistiqué » permet d'ailleurs de comprendre le calcul : entre 2003 et 2005, la caisse a versé 60,2 M€ au fonds, entre 2007 et 2009 elle en a retiré 59,5 M€ et sa valeur est estimée au maximum entre 0,2 et 0,8 M€. On ne voit pas comment prêter de l'argent à quelqu'un pendant une période et recevoir de lui plusieurs années plus tard une somme inférieure serait une opération particulièrement rentable.

Source : Exploitation IGAS éléments fournis par la caisse

Réponse de l'organisme :

§ 402 : La mission se trompe dans le calcul du TRI de CS PHARMA ALTERNATIF, ne prenant pas en compte dans son calcul de TRI les plus-values dégagées lors des rachats en 2007 et 2008 soit 10,4 M€ ce qui amène bien à un TRI de 6,3 % (voir également nos réponses aux paragraphes 798 et 799).

Réponse de l'organisme :

§ 798 - § 799 : Prendre en compte les dotations (et reprises) aux provisions comme un flux dans le calcul du TRI est en effet inadapté, ce que le chargé d'études financières a reconnu. Toutefois, leur impact dans le calcul du rendement est négligeable (0,2 M€). De plus, la caisse estime qu'il est logique de valoriser un actif à sa valeur de marché lorsque celle-ci est certifiée par un Commissaire aux Comptes. Il est vrai qu'il peut parfois être pertinent de calculer le rendement selon d'autres estimations de valeur de marché. Compte tenu des montants négligeables des dotations aux provisions, l'écart constaté dans les calculs du rendement effectués par la mission et par la caisse semble très important. Un raisonnement moins « sophistiqué » permet d'ailleurs de comprendre d'où vient cet écart. La mission a oublié dans ses calculs les plus-values dégagées lors des rachats réalisés en 2007 et 2008, soit 10,4 M€. En comptabilisant ces montants importants, la mission devrait aboutir à des rendements du fonds proches des estimations initiales de la CAVP (voir également notre réponse au paragraphe 402).

Observation de la mission :

Les calculs se fondent sur un tableau fourni par la CAVP et ont été soumis à au chargé d'études financières pour validation : aucune remarque n'a été faite pour corriger l'hypothèse faite selon laquelle les plus values étaient incluses dans les flux de souscription et de rachat. La mission prend acte de ces nouvelles données.

Observation de la mission :

On remarquera que la caisse valide le fait que les calculs sont faits avec l'hypothèse d'une « valeur de marché » de 769 K€ pour un fonds que la caisse a pris la décision de liquider il y a cinq ans sans pouvoir y arriver ce qui est pour le moins audacieux. Cela pose d'ailleurs les diligences faites par le commissaire aux comptes sur ce point particulier. Effectivement il est « parfois pertinent » de ne pas retenir une valeur de marché quand il n'y a pas de marché. On rappellera qu'un marché est le lieu virtuel de rencontre de l'offre et la demande, où se forme le prix d'un bien ou d'un service. Dans ce cas particulier s'il y a une offre depuis cinq ans il n'y a visiblement pas de demande, ou du moins pas à ce prix.

Le fonds RICH COURT PHARMA ALTERNATIF a été établi par une convention de gestion du 2/10/2003.

Le cadre de gestion est un horizon « long terme », l'objectif assigné est « une volatilité maximale de 5 % ». Le risque de change doit être couvert en totalité « Le fonds ne pourra pas engager plus d'une fois son actif. Au global l'effet de levier des fonds sous-jacents ne doit pas dépasser 300 %, c'est-à-dire maximum investi pour 3 en capital. Un effet de levier maximum doit être défini par stratégies et par fonds » « La nomenclature des stratégies à utiliser est celle retenue par l'indice CSFB Fremont » « Ne sont pas autorisées les fonds dont la stratégie principale est basée sur les positions uniquement vendeuses, le non coté ». Les stratégies exposées sur les pays émergents actions ou dettes d'une part, de restructuration de dettes ne sont pas interdites mais limitées à 10 % de l'actif net. Le montant investi dans un fonds sous-jacent ne doit pas dépasser 8 % de l'actif net. L'exposition par promoteur de fonds ne doit pas dépasser 10 % de l'actif net. Les fonds sous-jacents doivent avoir une valeur liquidative calculée au moins trimestriellement. Le montant des liquidités non investies doit être inférieur à 5 % de l'actif net.

La notice initiale classe le fonds dans les OPCVM de fonds alternatifs. Son objectif de gestion est « de réaliser une performance supérieure à l'indice EONIA sur un horizon de long terme avec une volatilité maximale de 6 % [et non 5 % dans la convention] en investissant dans des fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative » L'AMF attire l'attention des investisseurs sur « la liquidité restreinte » et le « niveau élevé de frais directs et indirects auxquels est exposé ce fonds ». « La rentabilité de l'investissement envisagé suppose donc une performance élevée ».

Figure au dossier le prospectus dans sa version 2011. Les fonds sous-jacents ont comme « principales » stratégies suivantes : Long/short equity, Event driven c'est-à-dire prendre des positions d'achat ou de ventes sur des titres d'entreprises susceptibles d'être affectés par un évènement (fusion, absorption,..) Multi strategy (utilisent toutes les stratégies), Fixed income arbitrage (prises de position avec effet de levier par rapport à des anticipations sur les marchés financiers, Produits dérivés traités sur des marchés organisés (avec effet de levier), Equity market neutral investir à 100 % dans des positions acheteuses et 100 % sur des positions vendeuses sur les marchés actions, cette stratégie permet un effet de levier fort puisque le cout des prises de positions est très faible au regard des positions prises, Arbitrage de convertibles les fonds sous-jacents ayant ces stratégies ne peuvent représenter plus de 50 % des actifs sauf les produits dérivés pour lesquels le taux est de 0 % ce qui veut dire que le fonds ne pourrait investir dans un fonds n'ayant **que** cette stratégie :

En termes non techniques la CAVP investit dans un fonds qui sélectionnera d'autres fonds pratiquant des stratégies spéculatives à haut niveau de risque et de rendement potentiel.

Les risques se sont avérés à deux reprises ce qui a conduit à la fermeture du fonds sauf les actifs non liquidables. Le 12 juin 2008 la société de gestion informe la CAVP que le fond est exposé à hauteur 2,58 % du fonds SANDELMAN MULTISTRATEGY FUND que son promoteur vient de décider de liquider « suite à un rachat massif » que le fonds n'avait pas anticipé. Le courriel est particulièrement intéressant par sa rédaction, qui omet pudiquement de donner le montant des sommes à risques. Un *post-it* daté du 12/11/2008 indique « Décision de procéder au rachat intégral du fonds, calendrier de sortie défini au fil de l'eau en coordination avec RICH COURT en fonction du rythme de réalisation des actifs. Confirmé par courriel du 17/11/2008. Ce rythme ne permettra

pas à la caisse de liquider avant d'apprendre le 15/12/2008 que ce fonds à une exposition de 3,04 % dans le fonds LUXALPHA SICAV « investie dans la stratégie d'arbitrage sur le S&P 100 mise en place par M Bernie MADOFF ». Le dossier comporte les différents courriels échangés mais pas de note récapitulative permettant de retracer ce qui a été effectivement fait.

Un document manuscrit du 30/05/2012 indique que le liquidateur de Madoff réclamerait 1,9 M\$ Pharma alternatif. La caisse a indiqué que « *Les discussions sont en cours à ce sujet. A notre avis, aucune perte complémentaire ne devrait être constatée. Nous avons tenu une conférence téléphonique avec Mme Mauran, juriste chez Richcourt. Celle-ci a interrogé le service juridique de l'AFG (Association Française des sociétés de Gestion) qui lui a indiqué que dans le cas peu probable où le liquidateur aurait gain de cause sur ce point aux Etats-Unis, il faudrait qu'il trouve une juridiction en France pour transposer le jugement américain et le rendre applicable en France puisque le fonds est de droit français. Or, la loi française ne prévoit pas ce genre de cas* ».

Au 31/12/2011, le prix de revient des actifs restant dans le fonds (pour l'essentiel LUXALPHA mais aussi un fonds CONCORDIA MULT ST CLA) est de 1,7 M€, leur valeur boursière de 0,056 M€ soit une dépréciation de 97 % (respectivement 100 % et 92 %).

La mission ayant demandé quels éléments d'information avaient été fournis au conseil et au bureau exécutif, la caisse l'a renvoyé au compte rendu du conseil du 4/12/2008 (sans fournir d'autres éléments); or celui-ci est pour le moins cursif et très pudique. En effet l'utilisation de « Par ailleurs » indique subtilement que cette décision n'est pas uniquement liée à l'évolution de la classe d'actifs mais les raisons précises de cette liquidation et l'existence d'investissements dans LUXALPHA et donc l'affaire MADOFF ne sont pas mentionnées.

« *Diversifiés et alternatifs*

Compte tenu des perspectives peu reluisantes sur l'ensemble de la classe d'actifs, nous avons décidé de très fortement réduire notre exposition aux fonds alternatifs. Nous avons doré et déjà racheté les 2/3 de l'encours du fonds dédié géré par Lyxor (environ 40M€) et la totalité des partes détenues dans le fonds ouvert géré par la société générale (9,4M€).

Par ailleurs le fonds dédié géré par Richcourt va être liquidé (près de 70M€). Mais ce rachat total s'effectuera sur une durée de quasiment 1 ans afin de limiter le risque de contrepartie et de ne pas pénaliser la performance »

[403] La question ici n'est pas de pointer *a posteriori* des cas où cela s'est « mal passé », auxquels correspondent d'autres cas où les rendements ont été élevés mais de savoir si ce type d'investissement avec le niveau de risque qu'il comporte est, même pour une partie limitée du portefeuille, pertinent au regard de la mission de la caisse.

[404] Il en va de même des stratégies ayant vocation à intervenir sur les marchés émergents. Historiquement, ces stratégies font partie des stratégies de gestion alternative mais sous l'effet de leur développement et de leur vulgarisation, elles sont en passe de devenir une classe d'actifs à part entière. Il n'en reste pas moins que les critiques traditionnelles faites à la gestion alternative restent valables. S'y ajoutent celles ayant trait aux risques géopolitiques. Investir dans les pays émergents nécessite une expertise et une appétence au risque particulièrement importantes. La délégation de gestion ne peut être considérée comme une réponse satisfaisante dans la mesure où la compétence pour suivre de tels investissements reste forte. Quant au risque, ce dernier, intrinsèque à l'investissement n'est pas supprimé par la simple adjonction d'un intermédiaire financier. Le prospectus du fonds PICTET EMER LOCAL CUR DEBT I 4D (LU0255798018) que détient la caisse et qui s'expose d'une part, à la dette locale des pays émergents et, d'autre part, aux devises de ces mêmes pays émergents, précise que ce fonds est ouvert aux investisseurs « qui sont tolérants au risque ». On notera ainsi la tolérance de la CAVP au risque. Le prospectus ajoute par ailleurs que les investissements du fonds sont, pour la plupart, libellés dans la monnaie nationale de l'émetteur. Bien qu'il soit envisagé de conclure des contrats à terme pour couvrir les risques de change, le prospectus avertit que « les investisseurs doivent être conscients qu'il n'existe, à ce

stade, pas de marché développé permettant de conclure des opérations de couverture. Il faut dès lors s'attendre à ce que les risques de change ne puissent pas toujours être couverts et la volatilité des devises des pays dans lesquels le Compartiment va investir risque dès lors de se refléter dans la valeur nette d'inventaire du Compartiment. »

[405] Au-delà du niveau de risque, se pose la question de l'adéquation de ces placements aux « engagements » de la caisse. Comme affirmé par ailleurs, il ne peut y avoir de sens à un investissement sans analyser le besoin auquel il est censé répondre. Or, les investissements mentionnés par la mission n'ont d'autre lien avec le « passif » que celui de réaliser une performance suffisante assurant un certain niveau de revalorisation. Des questions classiques relatives à l'adéquation des flux, à la gestion de la *duration* et du risque de taux ne se voient ainsi jamais abordées. Lorsqu'un fonds est souscrit, la caisse se préoccupe-t-elle de l'influence induite sur la *duration*, de la nouvelle exposition aux devises, des diverses formes de diversification ? Comment la caisse explique-t-elle que dans un moment où la zone euro connaît une crise de la dette sans précédent, son exposition au secteur financier soit si importante ? Par transparence, selon les documents fournis par la CAVP au 9 mai 2012, 47 % du portefeuille obligataires de la caisse (« titres en direct et gestion conseillée ») est constitué de titres émis par des sociétés financières. Une telle exposition à un même secteur, qui plus est lorsque celui-ci se trouve dans une situation délicate, est pour le moins risquée.

[406] Le cumul de ce niveau de risque important et de la faible prise en compte au quotidien des contraintes de « passif » amène à la volatilité importante des performances des réserves constatée au 1 du présent rapport.

Réponse de l'organisme :

§ 405 - § 406 : Le portefeuille d'obligations détenues en direct ou en gestion conseillée est contraint par des limites de rating très fortes (BBB+/Baa1) et les investissements dans le secteur financier le sont uniquement sur les grandes banques internationales avec une très forte pondération des banques françaises (plus de 80 % des montants investis) en adéquation avec notre passif. De plus, la volatilité très faible des performances des réserves par rapport à l'allocation stratégique neutre a maintes fois été soulignée et démontrée (voir pièce jointe n°1).

Observation de la mission :

La CAVP ne répond pas à la question. En particulier, l'ajustement des flux et de la duration n'est pas traité. La mission n'utilisera pas d'argument d'autorité, comme le fait la caisse, en rappelant que l'expérience à également montré quelques limites pour ce qui est des agences de notation, mais soulignera que d'autres critères entrent en ligne de compte comme la concentration. La caisse avoue d'ailleurs sans s'en rendre compte détenir des placements particulièrement concentrés sur le secteur des « banques française » ce qui la soumet à un risque de concentration majeur. L'adéquation avec le passif est affirmée et non démontrée. La question de la volatilité a été évoquée plus haut.

4.5. Les règles déontologiques sont insuffisantes au regard du risque particulier que court la caisse, du faible suivi des frais et de l'inexistence des procédures et du contrôle interne

[407] Le point est traité en annexe 16 à laquelle sont joints des documents étayant les constats.

4.5.1. Le règlement financier prévoit des obligations déontologiques minimalistes

[408] Le règlement financier comporte les dispositions suivantes relatives à la déontologie.

Tableau 38 : Dispositions du règlement financier relatives à la déontologie

4. Code de déontologie

Le code de déontologie reprend les obligations relatives à l'attitude de chacun des auteurs de la décision en interne (personnes sensibles).

Article 22 : Définition des personnes « sensibles »

Les personnes « sensibles » de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens comprennent les administrateurs et les salariés concernés par la gestion d'actifs mobiliers et immobiliers.

Les personnes « sensibles » doivent toujours agir au mieux des intérêts de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens et signaler tout fait suspicieux ou déontologiquement condamnable à leur hiérarchie ou à l'autorité compétente définie à l'article 25 du présent règlement financier.

Article 23. Rémunérations

Toute rémunération relative aux placements effectués pour le compte de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens est attribuée à la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens et non à l'un de ses représentants.

Article 24. Obligations déclaratives des personnes « sensibles »

Les personnes « sensibles » sont tenues de déclarer l'existence éventuelle de relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers avec lesquels la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens collabore directement ou indirectement à des fins de gestion de ses actifs.

Les personnes « sensibles » sont tenues de déclarer l'existence d'un bénéfice éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Article 25. Dépôt des déclarations

Toutes les obligations déclaratives sont déposées par écrit et portées à la connaissance de l'agent comptable ou, pour les déclarations le concernant au directeur. L'agent comptable établit un rapport annuel relatif à ces déclarations destiné au président et au conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Article 26. Organisation du dispositif de contrôle concernant la déontologie

Le bureau exécutif assume les responsabilités de déontologie au sein de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Les personnes « sensibles » membres du bureau exécutif ne peuvent participer à ses délibérations dès lors que leur situation personnelle est examinée.

Le bureau exécutif a tout pouvoir en matière de demandes d'informations complémentaires relatives aux obligations déclaratives des personnes « sensibles » en tant que de besoin.

Le bureau exécutif est habilité, après avoir recueilli les explications des personnes concernées, à saisir le conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Source : CAVP règlement financier

[409] Ces obligations représentent le stade minimal de ce qui peut être attendu :

- Interdiction aux représentants de la caisse de se voir verser des rémunérations ;
- Obligation de « déclarer l'existence éventuelle de relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers avec lesquels la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens collabore directement ou indirectement à des fins de gestion de ses actifs » ;
- Obligation de « déclarer l'existence d'un bénéfice éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens » ; ce type de bénéfice n'est pas interdit ;

- [410] Le règlement ne définit pas les limites déontologiques à des situations courantes comme les invitations à des déjeuners, des soirées, des séminaires ou des voyages. Il ne fixe pas plus de limite aux cadeaux qui pourraient être proposés.
- [411] Rien n'est dit des conséquences éventuelles d'une éventuelle infraction à ces dispositions.
- [412] Le bureau exécutif, dont les prérogatives ne sont pas précisément fixées, est en charge de la déontologie alors qu'il est supposé être le principal organe décisionnel en matière de placement. Il serait plus pertinent de confier ce sujet à un comité autre du conseil d'administration par exemple un comité d'audit.

4.5.2. Sa mise en œuvre ne l'est pas moins

- [413] La mission a examiné la liste des personnes sensibles qui n'appelle pas d'observations.

Tableau 39 : Liste des personnes sensibles fonctions

	En charge directe des placements
Directeur	X
Directeur adjoint	X
Directeur des investissements	X
Secrétaire général	
Directeur des systèmes d'information	
Agent comptable	
Responsable du service comptabilité	
Chargé d'études financières	X
Gestionnaire du patrimoine immobilier	
Chargée de gestion immobilière	
Assistant de gestion technique maintenance immeubles	

Source : Rapport agent comptable mars 2012.

- [414] Elle n'a eu accès au classeur comportant les déclarations des administrateurs que pour la seule année 2011 et non 2006 à 2011 comme demandé. Pour cette année sur 64 personnes incluant les suppléants, trois n'ont pas répondu, exclusivement des suppléants. Aucune déclaration de conflit n'est spontanément faite. Vu le caractère formel de cette déclaration la mission n'a pas relancé la caisse pour obtenir les déclarations des années antérieures.
- [415] La mission a demandé un relevé des cadeaux reçus par les agents de la caisse : il lui a été fourni des listes correspondant apparemment uniquement aux cadeaux de fin d'année comportant essentiellement des bouteilles de vin et d'alcool (dont la valeur n'est pas indiquée) pour une partie redistribuée au personnel et pour l'autre conservée par le destinataire.
- [416] La mission a demandé pour l'année 2011 la liste des séminaires (date et lieu) et voyages faits par les personnes sensibles, financés de manière directe ou indirecte par un prestataire réel ou potentiel de la caisse. **Il ne lui a été répondu que pour trois des quatre personnes ayant à connaître des placements qui figurent sur la liste des onze personnes sensibles.**
- [417] Il lui a été fourni une attestation du directeur adjoint indiquant cette année là n'avoir participé à aucun séminaire ou voyage d'étude organisé par les partenaires de la CAVP à l'égard de leurs clients. ~~Il n'a pas été répondu pour le chargé des affaires financières.~~ **Le chargé d'études financières a déclaré n'avoir participé à aucun séminaire ou voyage d'étude.**

Réponse de l'organisme :

S'agissant du paragraphe 417, nous tenons à préciser que la question des séminaires a été posée au chargé d'études financières (et non pas au chargé des affaires financières, celles-ci étant sous la responsabilité de la Direction) lors de son entretien avec la mission. Il a répondu, contrairement aux indications du rapport, qu'il n'avait jamais participé à un séminaire ou voyage d'étude depuis son arrivée à la caisse en janvier 2005.

Observation de la mission :

Vu observation modifiée en conséquence.

- [418] Le directeur a déclaré un séminaire organisé à SEVILLE du 10 juin au 12 juin 2011. A la demande du programme du séminaire, il a été fourni un document reprenant le programme. Celui-ci montre que l'existence d'une présentation d'un maximum de trois heures de caractère très général et pour le reste un séjour touristique pendant la feria de Séville dont le programme n'est pas fourni, le financement de la prolongation à titre privé n'est pas documenté.
- [419] Le chef du service financier a déclaré un séminaire M&G à Londres du 27/01 au 28/01 et un séminaire CAAM « en Inde » du 30/03 au 3/04 soit, compte tenu du voyage fait le mercredi soir du jeudi au samedi soir. Ce séjour comporte les principaux événements suivants.

Tableau 40 : Séminaire CAAM Emploi du temps

Jour		Heure	RV
Jeudi 31	Mumbai	9h -12 h	Visite guidée de Mumbai
		12H30 615H (lunch time)	Reliance industries limited
		16 H-18H	HDFC Bank
		19H30 diner	Attaché financier
Vendredi 1 ^{er} avril	Dehli	12h00 15 H00	Moser Baer
		19 h – 20 h	Meeting Cam Gestion
Samedi 2 avril	Agra	Visite Taj Mahal et fort puis retour Dehli	

Source : Document CAVP.

- [420] Il nous a été par ailleurs fourni par courriel du 6 juillet 2012 une note sur les trois entreprises rencontrées. La lecture des propriétés du document montre qu'il s'agit d'un document établi en décembre 2010 par la société GL Events, modifié le 5/7/2012. Les éléments propres à la caisse ne consistent que dans le relevé des rendez vous et n'apportent aucune information sur l'intérêt des entreprises visitées.
- [421] Il n'a pas été répondu à la question de savoir si ce sujet est abordé lors des entretiens annuels d'évaluation s'ils existent. La mission en déduit que ce n'est pas le cas et que ce sujet n'est pas traité lors de cet entretien.
- [422] **Au total, compte tenu des modalités de choix des gestionnaires de fonds qui font largement part à la personnalité des gérants et à des appréciations qualitatives portées sur leur gestion, de la faible supervision du niveau des frais que ceux-ci facturent, la mission estime que les risques inhérents liés à des liens particuliers avec des gérants sont plus élevés à la CAVP que dans un contexte de gestion plus maîtrisé.**
- [423] Il apparaît nécessaire à la mission de mieux définir dans le règlement financier le contenu des conflits d'intérêt et de définir des règles pour les pratiques pour lesquelles les sollicitations sont courantes (cadeaux, voyages)

Recommandation n°42 : Définir le contenu des conflits d'intérêt et définir des règles précises pour des sollicitations courantes de la part des fournisseurs (valeur maximale des cadeaux acceptés, règles de redistribution interne ...)

[424] Par ailleurs même si l'argument est souvent avancé selon lequel l'importante rémunération des personnes concernées prémunit les principaux dirigeants contre l'effet potentiel de cadeaux importants, la mission estime néanmoins nécessaire au minimum d'interdire les voyages et séminaires qui sont en réalité d'agrément et de ne retenir que ceux ayant un réel contenu professionnel. La mission comprendrait que cette interdiction soit totale et que la formation continue des agents de la caisse soit assurée par des organismes rémunérés pour ce faire.

Recommandation n°43 : Interdire les voyages et séminaires à caractère non professionnel

Recommandation n°44 : Définir de manière précise les obligations déontologiques pour des sujets courants comme les voyages séminaires et invitations de toute nature

Recommandation n°45 : Confier la responsabilité de la déontologie à un comité du conseil (comité d'audit) et non au bureau exécutif

4.5.3. L'application de l'article 21 de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 pourra aider la caisse dans cette évolution

[425] L'article 21 de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 stipule 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 ».

[426] Cette disposition s'applique, quelle que soit la forme de la rémunération (bons, cadeaux, invitations, voyages...) et que son objectif soit mesurable ou pas (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.

[427] 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.

[428] **L'obligation d'information de la caisse que prévoit ce texte va lui permettre 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°46 : Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique de la caisse

Réponse de l'organisme : § 407 - § 428 : *Nous allons préciser et développer un code de déontologie intégrant les différents points soulevés.*

Observation de la mission : *Vu. On remarquera qu'au contraire de la réponse faite face à la synthèse, la seule réponse est de détail, qu'aucun des constats faits par la mission ne sont contestés et que la caisse indique vouloir mettre en œuvre les recommandations de la mission.*

Liste des recommandations et des réponses de la CAVP

N°	Recommandation	Réponses de la CAVP	Observation en retour
1	Formuler les fondements de la politique d'investissement déterminés par les contraintes issues des régimes gérés.	La politique d'investissement repose sur l'allocation stratégique d'actifs qui prend en compte les caractéristiques du passif des régimes.	Ne répond pas à la recommandation
2	Intégrer et préciser dans le règlement financier les objectifs de rendement et de sécurité conformément aux dispositions du code de la sécurité sociale	Les objectifs de rendement et de sécurité seront davantage précisés.	Vu
3	Définir une politique formalisée de placement immobilier validée par le conseil d'administration	La politique de placement immobilier est déjà formalisée et présentée en Conseil d'Administration. Elle sera précisée en fonction du résultat des études menées.	La réponse est différente dans le rapport où la caisse s'engage à la présenter au conseil d'administration en 2013
4	Rendre plus lisibles les données fournies au conseil d'administration sur le rendement des placements notamment en fournissant des chroniques et des comparaisons avec des indices de référence globalement et par poche d'actifs	Les documents de suivi présentés en Conseil seront développés.	Vu
5	Informé le conseil sur la volatilité et le niveau de risque du portefeuille		
6	Evaluer les besoins de formation des administrateurs du conseil et du bureau exécutif et y répondre par des formations adaptées	La formation des administrateurs sera accentuée. Une ligne de crédit spécifique est prévue dans le budget 2013.	Vu
7	Associer le bureau au choix des gérants et des fonds	Cette association est déjà effective mais sera renforcée et mieux documentée.	Vu pour l'amélioration promise non pour la contestation du constat
8	Inclure dans les documents fournis au bureau des données sur le risque	Les documents fournis seront enrichis sur ce point.	Vu

9	Revoir les documents fournis dans la perspective de fournir des données conduisant à une réelle exploitation par les membres du bureau à des fins de contrôle et de suivi		
10	Inclure des éléments sur la gestion du portefeuille en particulier les coûts de gestion	Les documents fournis seront développés.	Vu
11	Faire entrer au conseil des administrateurs indépendants ayant des compétences actuarielles et financières	Les administrateurs doivent rester des pharmaciens libéraux élus. Le Conseil d'Administration a recours ponctuellement à des expertises externes.	Pourquoi le conseil d'administration ne devrait il être composé que de pharmaciens libéraux ? Recommandation maintenue.
12	Un tableau de suivi référençant les décisions prises, leurs motivations et leur état d'avancement constituerait une amélioration permettant de tracer les décisions et l'évolution des choix effectués.	Les documents fournis seront développés.	Vu
13	Indiquer à chaque fois qu'une société de gestion est rencontrée, le motif de la réunion et les thèmes abordés.	Accord de la CAVP	Vu
14	Justifier chaque décision d'investissement ou de désinvestissement.	Les décisions d'investissement ou de désinvestissement sont déjà justifiées en comité de marché et reportées au Bureau Exécutif et au Conseil d'Administration.	Ceci est inexact, grossièrement s'agissant de conseil d'administration. Recommandation maintenue
15	Fixer et chiffrer précisément les objectifs de rendement et y adjoindre un budget de risque clairement défini et plus précis que de simples notations de crédit. Ces objectifs doivent être justifiés eu égard aux objectifs de rendement et de sécurité définis par la politique de placement et leur horizon temporel doit être cohérent avec cette dernière.	Nous souhaitons conserver une politique de placement flexible et adaptée aux conditions des marchés financiers sous l'autorité des administrateurs.	Ce refus est grave en ce qu'il montre un manque total d'appropriation des points essentiels du rapport. Recommandation maintenue et portée à l'attention de la tutelle.
16	Préciser explicitement dans la convention et dans les prospectus qu'il n'y aura pas de commissions	La CAVP est explicitement exonérée de prélèvement des frais de souscription / rachat sur l'ensemble des	Non pas dans les conventions et prospectus examinés. Recommandation maintenue

	d'acquisition et de cession.	fonds dédiés.	
17	Formaliser les procédures de contrôle interne portant sur les frais de gestion des fonds dédiés en précisant de manière générale la nature des vérifications demandées aux commissaires aux comptes de ces fonds et les contrôles opérés par la caisse et l'auditeur financier sur ces points.	La CAVP demande le programme de travail de chaque commissaire aux comptes et collecte l'ensemble des rapports généraux établis chaque année.	Ce refus est grave en ce qu'il montre une absence totale de suivi formalisé et soumis à un contrôle interne approprié des frais de gestion des fonds dédiés. Recommandation maintenue et portée à l'attention de la tutelle.
18	Suivre au moins annuellement les frais et commissions relatifs aux OPCVM et contrôler leur adéquation avec les stipulations contractuelles.	Ce contrôle fait partie des responsabilités du commissaire aux comptes de chaque fonds et sera inclus dans les fonctions du contrôleur interne en cours de recrutement.	La réponse témoigne d'une mauvaise compréhension de la portée du contrôle des CAC le rôle exact du contrôleur interne sera à surveiller
19	Appliquer le CMP à la sélection des fonds dédiés et aux services liés à la gestion des placements	Les règles du CMP sont inadaptées mais seront appliquées pour toute nouvelle ouverture de fonds dédié et au renouvellement des contrats de service	Vu. Il conviendra de vérifier que le « renouvellement » des contrats de service est rapproché
20	Faire certifier les comptes et mettre en concurrence cette mission de certification.	La nomination d'un commissaire aux comptes n'ayant pas de caractère obligatoire, le Conseil d'Administration aura à se prononcer sur ce point	Vu. La réponse est portée à l'attention de la tutelle cette obligation pouvant être envisagée
21	Modifier les statuts afin de distinguer les mesures qui relèvent du pilotage de celles impactant la comptabilité.	Les statuts ont fait l'objet de larges discussions avec la Tutelle à ce sujet et n'ont pas lieu d'être modifiés	Ce refus est grave car il montre le refus de la caisse de traiter les conséquences de la gestion en capitalisation retenue.
22	Afin d'améliorer l'information des affiliés, utiliser un vocabulaire précis et adéquat. En particulier, il convient de supprimer les références aux "engagements", "taux réglementaire", "provisions techniques" donnant une image trompeuse : la caisse n'est pas engagée et la réglementation des taux techniques n'est pas applicable à la CAVP.	L'information des affiliés nous semble adaptée au mode de fonctionnement du régime	Ce refus est grave car il montre le refus de la caisse de traiter les conséquences de la gestion en capitalisation retenue.
23	Appliquer le PCUOSS et documenter en annexe les impacts de la présence de classes facultatives.	L'annexe sera développée pour expliciter les impacts des dérogations par rapport au PCUOSS.	La mission rappelle que sa recommandation est d'appliquer le PCUOSS.

24	Inclure dans la mission légale de commissariat aux comptes des travaux actuariels permettant de réellement valider les hypothèses et contrôler les calculs de l'actuaire indépendant	L'actuaire est certifié, ses travaux n'ont pas à être contrôlés au-delà de la vérification des hypothèses retenues. Le commissaire aux comptes, s'il en est désigné un, mènera toutes les investigations qu'il jugera nécessaires.	La certification n'exclut pas le contrôle des travaux. Recommandation maintenue.
25	Inscrire les engagements au titre des FCPR dans les engagements hors bilan	Accord de la CAVP.	Vu
26	Etendre la démarche de contrôle interne aux placements financiers	Un contrôleur interne est en cours de recrutement.	Vu
27	Faire porter les investigations de l'auditeur financier ou du commissaire aux comptes sur ce point lors du prochain intérim	L'activité financière fera partie des domaines contrôlés par le contrôleur interne.	Vu
28	Mettre en place un comité d'audit au sein du conseil	Ce point sera proposé aux administrateurs.	Vu
29	Mettre en place une procédure de contrôle interne du tableau de ventilation des placements selon la nomenclature du décret 2002 et le faire auditer par le commissaire aux comptes recommandé (ou à défaut par l'auditeur financier).	Ces points relèvent du domaine d'intervention du contrôleur interne en cours de recrutement.	Vu
30	Documenter les contrôle opérés par CACEIS et vérifier formellement qu'ils correspondent à ceux prévus par le prospectus et la convention ; si la caisse ne peut le faire confier leur audit au commissaire au compte si besoin dans le cadre d'une mission complémentaire		
31	Définir les modalités d'utilisation de ces données et leur contribution au contrôle interne		
32	Constituer une base de données des anomalies constatées (ou la demander à CACEIS) et l'exploiter pour analyser la performance des gérants en matière de conformité		
33	Documenter les non respects supérieurs à 30 jours et s'ils		

	sont acceptés en documenter l'acceptation à un niveau hiérarchique approprié		
34	Suivre par transparence l'exposition à chaque devise et vérifier la part des actifs exprimés en devises étrangères dans le portefeuille global.	La possibilité de réaliser ce suivi pour les fonds dédiés sera étudiée	Vu
35	Suivre par transparence l'exposition à chaque pays ou zone géographique et vérifier la part de ces actifs dans le portefeuille global.		
36	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.		
37	Faire vérifier ces nouvelles dispositions par les dépositaires (qui contrôlent d'ores et déjà les contraintes imposées par les conventions).		
38	Elaborer une cartographie des risques spécifique à la gestion déléguée permettant de mesurer, suivre et limiter les risques des fonds. 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	Ces points relèvent du domaine d'intervention du contrôleur interne en cours de recrutement.	Vu

	l'appétence au risque de la caisse (préalablement définie) pourraient renforcer l'efficacité du mécanisme.		
39	En l'absence d'une évolution de la réglementation céder la forêt que détient la caisse	Le Conseil s'est prononcé sur cette question en toute transparence avec la DSS.	Soit la réglementation change, soit la caisse la respecte. Il convient de traiter ce sujet mineur. Recommandation portée à l'attention de la tutelle.
40	Améliorer la lisibilité du rapport d'activité et des documents présentés aux instances en matière d'immobilier	Les rapports d'activité présentés nous semblent très complets. Nous y adjoindrons le rendement locatif.	La réponse ne satisfait que partiellement les recommandations.
41	Présenter les résultats de l'immobilier en distinguant la rentabilité effective de l'impact des plus-values latentes		
42	Définir le contenu des conflits d'intérêt et définir des règles précises pour des sollicitations courantes de la part des fournisseurs (valeur maximale des cadeaux acceptés, règles de redistribution interne ...)	Le code de déontologie sera révisé pour intégrer les différents points soulevés.	
43	Interdire les voyages et séminaires à caractère non professionnel		
44	Définir de manière précise les obligations déontologiques pour des sujets courants comme les voyages séminaires et invitations de toute nature		
45	Confier la responsabilité de la déontologie à un comité du conseil (comité d'audit) et non au bureau exécutif		
46	Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique de la caisse		

Liste des annexes

N°	Intitulé
1	Lettre de mission
2	Méthode et liste des personnes rencontrées
3	Les régimes gérés par la caisse
4	Revue analytique des comptes
5	Comptabilité et contrôle interne
6	Revue analytique des états détaillés des placements
7	Exploitation des données internes de suivi de la performance
8	Etudes visant à définir l'allocation stratégique d'actifs
9	Analyse technique et juridique des OPCVM
10	Immobilier
11	Gouvernance
12	Exploitation des données d'opération
13	Analyse du règlement financier et politique de placement
14	Suivi des frais des fonds détenus par la caisse
15	Déontologie
16	Respect des marges ouvertes à l'allocation tactique par l'allocation stratégique

Annexe 1 : Lettre de mission



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

Inspection Générale Des Affaires Sociales
11 JAN. 2012
N° 13

PARIS, LE 10 JAN. 2012

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

à

Monsieur le chef de l'Inspection générale des affaires sociales

Objet : Contrôle des placements des régimes de retraite complémentaires professionnels

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

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

Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 a mis en place un encadrement juridique des placements autorisés pour les caisses professionnelles de retraite complémentaire, sur le modèle de celui alors applicable aux organismes assureurs. Il n'a pas été actualisé depuis. Ce décret ne fixe en outre aucune obligation aux régimes de transmettre à leur tutelle un reporting régulier des portefeuilles gérés. Le décret n°2002-1314 ne prévoit de plus aucun dispositif de contrôle des placements. De même pour les autres caisses qui ne rentrent dans le champ du décret n°2002-1314¹, les autorités de tutelles ne disposent d'aucune visibilité sur leur portefeuille financier.

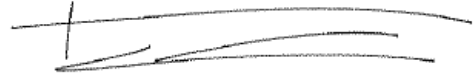
Or l'importance des réserves constituées, garantissant à ce jour l'équilibre de long terme de ces régimes justifie que soient garanties les conditions d'une gestion saine de ces réserves mais également d'un contrôle efficace de la part de la tutelle en la matière.

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

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

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

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



Xavier BERTRAND

Annexe 2 : Méthode et liste des personnes rencontrées

- [429] La mission a rencontré les personnels de la caisse et les intervenants extérieurs concernés par la politique des placements tant mobiliers qu'immobiliers
- [430] Elle a pris connaissance des documents retraçant le fonctionnement de la caisse (procès verbaux des conseils d'administration et des commissions financières et rapports d'activité) pour la période sous revue (2006-2011). Elle a obtenu un état détaillé des placements à chaque fin d'exercice et l'a analysé. Elle a de même obtenu les conventions de gestion et les descriptifs des placements dont elle a fait la revue.
- [431] Elle a rencontré l'auditeur financier et a pu accéder à ses dossiers de travail.
- [432] Les méthodes de travail de l'inspection ont été respectées et les investigations ont fait l'objet d'une restitution en fin de mission au directeur, d'une part, au président et au vice-président du conseil d'administration d'autre part.

Tableau 41 : Liste des personnes rencontrées

Nom	Fonctions
M. LAGNEAU	Président du conseil d'administration
M.DE RODELLEC	Directeur
M. LEGAUX	Directeur adjoint
M. PESTRE	Directeur des investissements
M. LE ROMAIN	Chargé d'études financières
M. GANDOLA	Agent comptable (ancien)
Mme LONGERINAS	Agent comptable (nouveau)
M.COLONNA	Responsable du service comptable
M. CORBIN	Gestionnaire de patrimoine immobilier
M. VICENS	Auditeur externe

Source : Mission

- [433] M de RODELLEC a assuré les fonctions de directeur pendant l'ensemble de la période sous revue, lors de la réunion de restitution du 30/7 il a annoncé à la mission qu'il avait quitté ses fonctions pour être remplacé par le directeur adjoint.
- [434] La mission n'a pas audité les procédures de mise en concurrence pour la sélection des prestataires (exemple études d'actuariat pour lesquelles il lui a été cité un marché en procédure allégée).

Annexe 3 : Les régimes gérés par la caisse

- [435] Instituée par les articles L. 621-2 et R. 641-6 du code de la sécurité sociale, la CAVP assure la gestion de trois régimes de retraite et d'un régime de prévoyance.
- [436] Depuis la promulgation de la loi n°2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, la CAVP assure pour le compte de la CNAVPL la gestion du régime d'assurance vieillesse de base des professionnels libéraux. La CAVP est en charge de :
- l'appel et le recouvrement des cotisations du régime d'assurance vieillesse de base auprès de ses affiliés ;
 - la liquidation et le service des prestations du régime d'assurance vieillesse de base ;
 - des opérations nécessaires à l'exercice de ces missions.
- [437] La CAVP assure également la gestion du régime complémentaire d'assurance vieillesse des pharmaciens libéraux qui comporte deux volets, l'un en répartition (RCR) et l'autre en capitalisation (RCC), celle du régime des prestations supplémentaires de vieillesse des directeurs de laboratoires privés d'analyses médicales non médecins conventionnés³⁵ (ASV) et la gestion du régime invalidité décès³⁶ des pharmaciens libéraux (RID).
- [438] Sont obligatoirement affiliées à la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens toutes les personnes inscrites à l'une des sections de l'ordre national des pharmaciens, qui exercent la profession de pharmacien ou de biologiste non médecin à titre non salarié en nom propre, ou en société quelle que soit sa forme, et notamment :
- tous les associés professionnels exerçant au sein d'une société d'exercice libéral ;
 - les gérants de SARL majoritaires ou membres d'un collège de gérance majoritaire.
- [439] Tout affilié à titre obligatoire est tenu de cotiser à tous les régimes de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens : régime d'assurance vieillesse de base, régime complémentaire d'assurance vieillesse, régime invalidité-décès et, le cas échéant, régime d'assurance supplémentaire de vieillesse des directeurs de laboratoires privés d'analyses médicales non médecins.
- [440] Pour tous ces régimes la CAVP assure la gestion des réserves qui sont présentées dans les comptes de manière cantonnée. La mission a porté de manière globale sur la gestion de l'ensemble de ces placements.
- 1. FIN 2011, LES REGIMES GERES PAR LA CAVP POUR SON COMPTE ONT CONSTITUE 6,015 MILLIARDS D'EUROS DE RESERVES³⁷ DONT 84 % POUR LA PART DU REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE GERE PAR CAPITALISATION**
- [441] S'ajoutant au régime de base géré par la CNVAPL et intégré dans la compensation démographique, le régime complémentaire des pharmaciens a été créé en 1949 afin d'améliorer les allocations servies par le régime vieillesse de base. Il fonctionne à titre obligatoire et de manière autonome sans dispositif de compensation interprofessionnelle. Il est composé d'un volet géré en répartition (RCR) et d'un volet géré par capitalisation (RCC) comportant plusieurs niveaux de cotisation.

³⁵ Décret n° 81-1046 du 24 novembre 1981 modifié.

³⁶ Décret n°60-664 du 4 juillet 1960 modifié.

³⁷ En valeur nette comptable.

1.1. La démographie des régimes

[442] Au 31 décembre 2011, la caisse compte 56 667 affiliés dont 32 694 pharmaciens actifs, 18 072 pharmaciens retraités et 5 901 ayants droit. Les pharmaciens officinaux représentent 88,5 % des affiliés, le reliquat étant constitué des pharmaciens biologistes. Le tableau suivant synthétise es données démographiques des trois régimes vieillesse dont la CAVP assure la gestion.

Tableau 42 : Evolution de la démographie des régimes vieillesse gérés par la CAVP

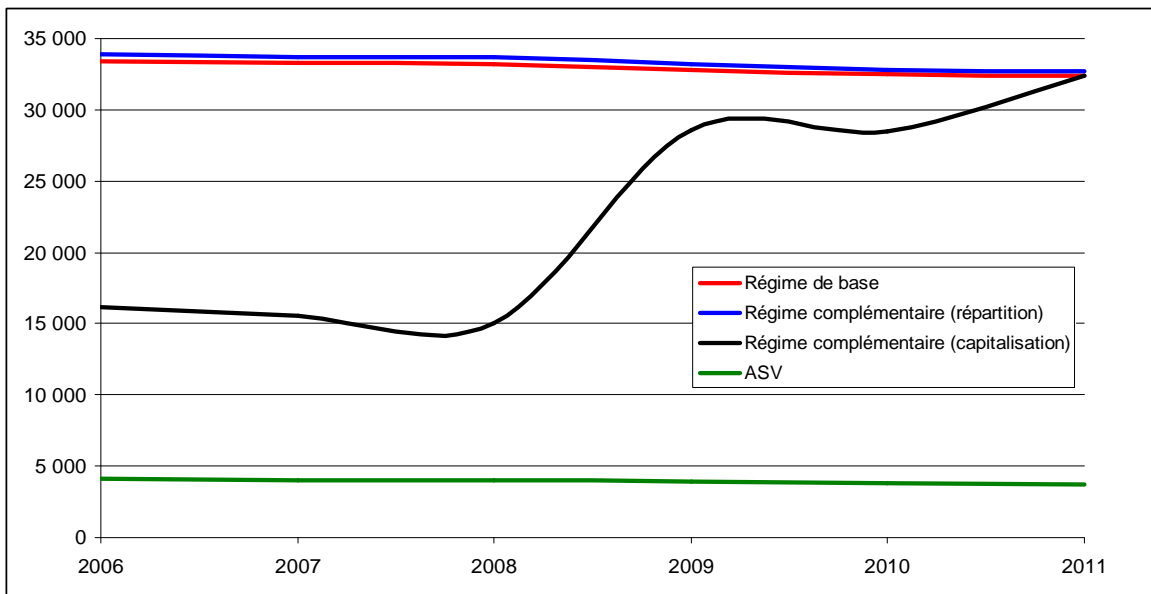
Cotisants (*)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Régime de base	33 444	33 310	33 243	32 811	32 487	32 353
Régime complémentaire (répartition)	33 902	33 742	33 688	33 215	32 810	32 694
Régime complémentaire (capitalisation)	16 111	15 577	15 064	28 590	28 478	32 366
ASV	4 091	4 061	3 999	3 929	3 859	3 725
Liquidation - droits directs (*)						
Régime de base	953	1 269	1 345	1 303	1 360	1 394
Régime complémentaire (répartition)	980	1 206	1 309	1 168	1 372	1 381
Régime complémentaire (capitalisation)	546	787	1 091	775	838	1 009
ASV	122	158	176	208	199	232
Retraités - droits directs (*)						
Régime de base	13 221	14 038	14 935	15 719	16 546	17 447
Régime complémentaire (répartition)	13 038	13 790	14 656	15 321	16 173	17 077
Régime complémentaire (capitalisation)	9 597	10 072	10 869	11 303	11 778	12 459
ASV	1 329	1 457	1 605	1 784	1 938	2 141
Conjoint survivant (*)						
Régime de base	3 255	3 185	3 111	3 072	3 022	2 980
Régime complémentaire (répartition)	4 063	4 259	4 269	4 375	4 437	4 490
Régime complémentaire (capitalisation)	2 221	2 310	2 326	2 384	2 439	2 445
ASV	250	277	291	318	352	369
Rapport démographique						
Régime de base	2,25	2,13	2,02	1,9	1,8	1,71
Régime complémentaire (répartition)	2,19	2,06	1,96	1,85	1,74	1,65
ASV	2,81	2,55	2,28	2,02	1,83	1,6

Source : CAVP, rapports d'activité.

[443] Mis à part le volet du régime complémentaire géré selon les techniques de la capitalisation, les régimes d'assurances vieillesse gérés par la caisse sont marqués par une lente érosion du nombre de cotisants et une progression continue du nombre de retraités. La réforme de 2010 repoussant de deux ans l'âge de liquidation au taux plein viendra atténuer ce dernier phénomène.

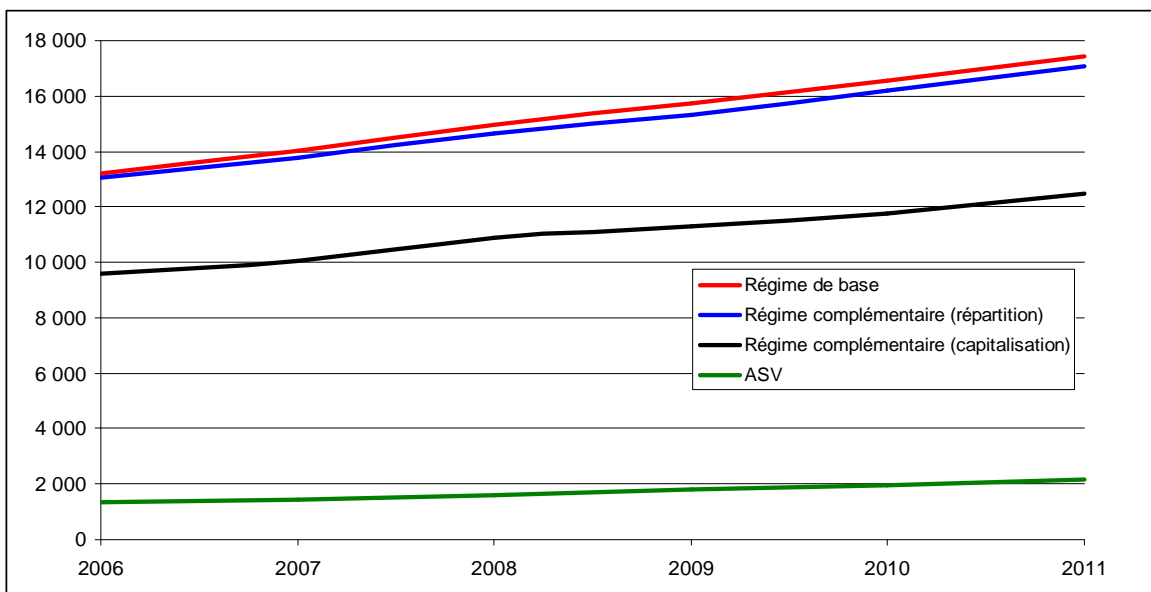
[444] Le régime des liquidations est soutenu par le succès des formules de cumul emploi-retraite qui intéressent un nombre croissant de pharmaciens et par la crainte d'une remise en cause du dispositif relatif aux plus-values de cession (dispositif légal destiné à favoriser la transmission d'entreprise).

Graphique 24 : Cotisants



Source : CAVP.

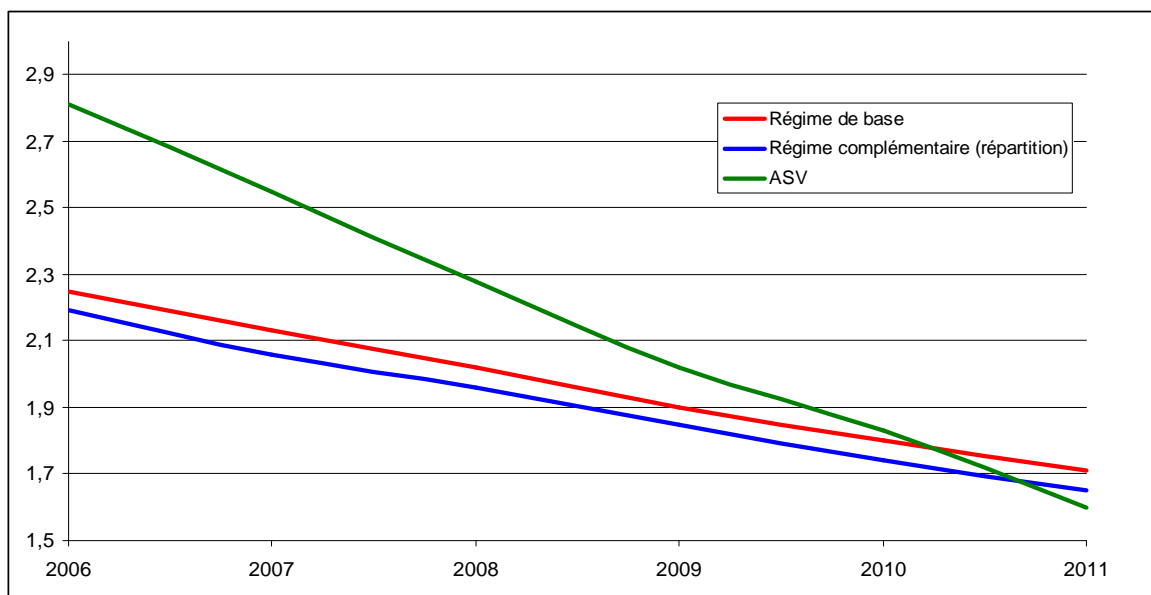
Graphique 25 : Retraités-droits directs



Source : CAVP.

[445] En conséquence, les rapports démographiques sont en constante diminution selon une tendance relativement constante. Cette tendance est toutefois plus marquée en ce qui concerne le régime ASV. Compte tenu de la dégradation de la situation démographique de ce régime et des incertitudes entourant l'évolution du nombre de biologistes libéraux, de nouvelles études ont été réalisées en 2011 pour améliorer l'équilibre du régime et repousser la date d'extinction des réserves (cf. Annexe 3).

Graphique 26 : Evolution du rapport démographique



Source : CAVP.

- [446] Entre 2006 et 2011, le nombre des cotisants au volet par capitalisation du régime complémentaire d'assurance vieillesse a doublé sous l'impulsion de l'obligation de cotiser en classe trois à compter de 2009 tandis que le nombre de retraités de droit direct augmentait de 30 %. Le nombre de cotisants en capitalisation s'établit à 32 366 à fin 2011, représentant 99 % des pharmaciens affiliés en répartition contre 86 % au 31 décembre 2010.
- [447] La répartition des affiliés par classe s'établit comme suit. On note que la croissance des effectifs cotisants s'est faite au profit de la classe 3 qui passe de 24 % à 70 % des adhérents

Tableau 43 : Evolution de la répartition des adhérents par classe de capitalisation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Classe 3	24 %	24 %	25 %	63 %	64 %	70 %
Classe 5	20 %	19 %	19 %	10 %	10 %	8 %
Classe 7	15 %	16 %	16 %	8 %	8 %	7 %
Classe 9	14 %	13 %	13 %	6 %	6 %	5 %
Classe 11	5 %	6 %	5 %	3 %	2 %	2 %
Classe 13	22 %	22 %	22 %	11 %	10 %	8 %

Source : CAVP.

1.2. Les réserves constituées

Tableau 44 : Les réserves des différents régimes au 31 décembre 2011 (valeur nette comptable)

Régime	Sigle	Montant (M €)
Régime vieillesse de base	RBA	4,4
Régime complémentaire :		
volet géré en répartition	RCR	851
volet géré en capitalisation	RCC	5 046
Régime invalidité décès	RID	89
Régime ASV	ASV	25
Total hors régime vieillesse de base		6 011

Source : CAVP Comptes.

2. LE REGIME VIEILLESSE DE BASE (4,4 M€ DE RESERVES)

[448] Le régime de base est commun à l'ensemble des professions libérales regroupées au sein de la CNAVPL.

2.1. Un régime en points géré pour le compte de la CNAVPL

[449] Le traitement des dossiers individuels et la gestion des flux techniques restent à la charge des sections professionnelles qui reversent à la CNAVPL le produit des cotisations encaissées et reçoivent une subvention trimestrielle égale au montant des allocations à payer³⁸.

[450] La cotisation destinée à son financement est calculée conformément aux dispositions figurant à l'article L. 642-2 du code de la sécurité sociale ; elle est entièrement proportionnelle au revenu professionnel, lequel est divisé en deux tranches sur lesquelles sont appliqués deux taux différents :

- 8,6 % pour la tranche de revenu inférieure à 0,85 PASS
- 1,6 % pour la tranche de revenu comprise entre 0,85 et 5 PASS.

[451] La cotisation ne peut être inférieure à celle qui serait calculée pour un revenu équivalent à 200 heures de SMIC, représentant une contribution annuelle minimale de 155 euros en 2011. Cette cotisation minimale permet de valider un trimestre d'assurance.

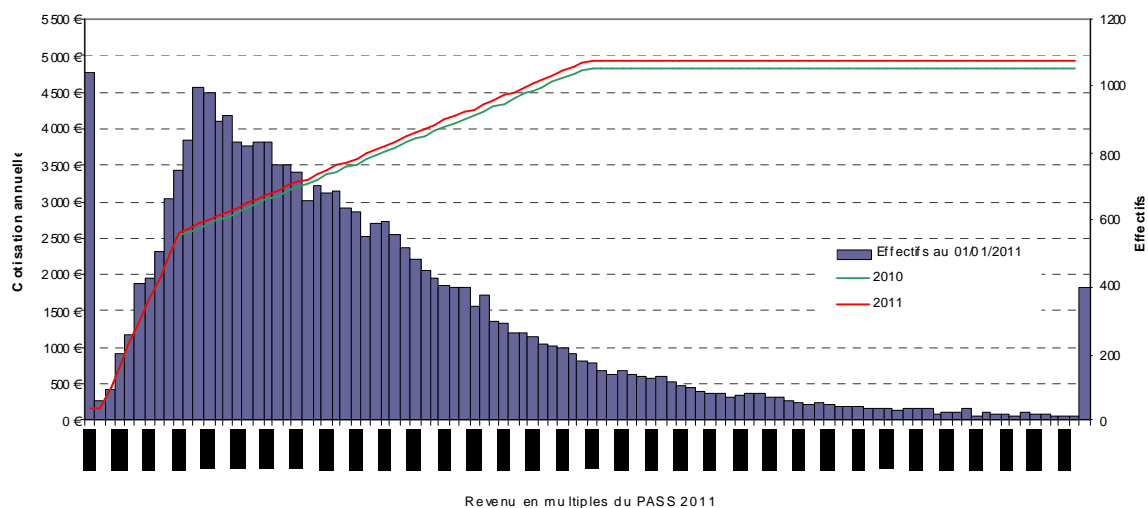
[452] Le versement de la cotisation annuelle ouvre droit à l'attribution d'un nombre de points de retraite conformément aux dispositions de l'article D. 643-1 du code de la sécurité sociale. Bien que libellé en points le fonctionnement du régime s'apparente à celui d'un régime en annuités. La valeur des droits exprimés en points est fixée annuellement par décret. Les points sont attribués sur chaque tranche de revenu en proportion de la cotisation versée et rapportée à la cotisation maximale de la tranche.

[453] Un maximum de 450 points peut être acquis sur la première tranche de cotisation auxquels s'ajoutent jusqu'à 100 points au titre de la seconde. La valeur d'acquisition des points est supérieure sur la seconde tranche.

³⁸ Suite à une demande de la Direction de la Sécurité Sociale de mai 2011 de revoir le mécanisme de dotation de gestion administrative, la caisse a entrepris des travaux afin de mieux évaluer les coûts de gestion administrative imputables aux différents régimes. Ces travaux ont conduit à une nouvelle ventilation des frais par régime qui a accru la part du régime obligatoire. Ce point est hors du champ de la présente mission.

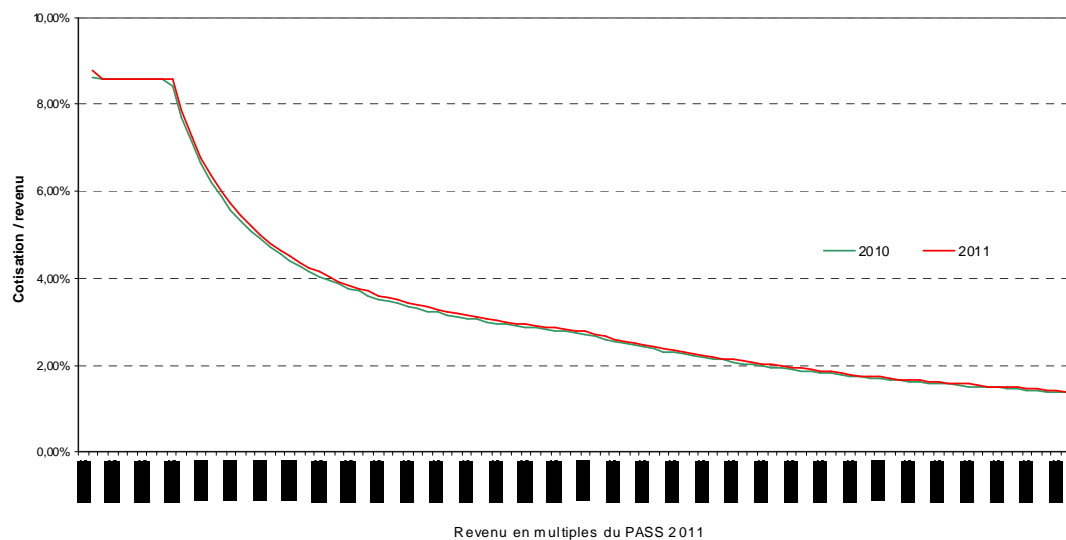
[454] En conséquence du mode dégressif d'acquisition des points, le rendement³⁹ du régime diminue au fur et à mesure que le revenu augmente pour devenir constant au-delà de 5 PASS, lorsque la cotisation et le nombre de points sont plafonnés.

Graphique 27 : Cotisations annuelles du régime de base



Source : CAVP rapports d'activité.

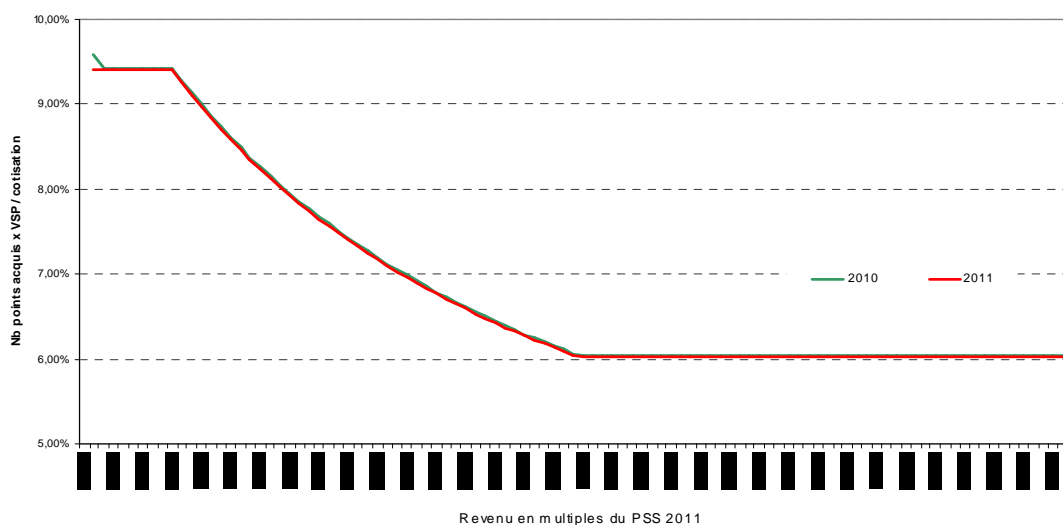
Graphique 28 : Cotisations rapportées aux revenus (effort contributif)



Source : CAVP rapports d'activité.

³⁹ Le rendement est le rapport entre la valeur de service et la valeur d'acquisition du point.

Graphique 29 : Rendement de la cotisation



Source : CAVP rapports d'activité.

- [455] La pension est calculée en fonction du nombre de points acquis, du taux de liquidation déterminé par la durée d'assurance et l'âge de départ à la retraite selon les dispositions de la section II du chapitre III du livre VI du code de la sécurité sociale.

Tableau 45 : Historique des valeurs de service du point

2006	2007	2008	2009	2010	2011
0,5020	0,5120	0,5180	0,5272	0,5320	0,5432

Source : CAVP.

- [456] La pension du régime de base est réversible au taux de 54 % au profit du conjoint survivant dont les ressources personnelles n'excèdent pas 18 720 euros en 2011 (réversion du régime de base incluse). Depuis le 1^{er} janvier 2010, une majoration⁴⁰ permet aux conjoints survivants âgés d'au moins 65 ans ayant procédé à la liquidation de l'ensemble de leur pensions de retraite (droits propres et droits dérivés) et percevant moins de 800 euros par mois de bénéficier d'une revalorisation de 11,1 % à concurrence de 800 euros mensuels. Ce seuil est indexé sur la valeur de service du point et fixé depuis le 1^{er} avril 2011 à 824,15 euros. Fin 2011, 184 conjoints survivants bénéficiaient de cette majoration contre 186 au quatrième trimestre 2010.
- [457] Depuis le 1^{er} juillet 2007, conformément aux dispositions de la loi n°2005-882 du 2 août 2005 en faveur des PME, les conjoints collaborateurs sont affiliés à titre obligatoire aux régimes de retraite et de prévoyance dont relève le professionnel indépendant. Pour bénéficier de ce statut il est nécessaire d'exercer une activité professionnelle régulière dans l'entreprise du titulaire, sous réserve que celle-ci ne revête pas la forme d'une SNC, sans percevoir de rémunération et sans avoir la qualité d'associé⁴¹.

⁴⁰ Article 74 de la loi de financement de la sécurité sociale pour l'année 2009.

⁴¹ A titre dérogatoire, la direction de la sécurité sociale a autorisé la prolongation de l'affiliation volontaire au régime de base au-delà du 30 juin 2007 de 25 conjoints collaborateurs de l'ancien régime es conjoints collaborateurs, non éligibles au nouveau dispositif obligatoire (titulaire exerçant en SNC).

[458] Les cotisations du conjoint collaborateur sont calculées sur la base d'une assiette forfaitaire ou déterminées à partir du revenu du professionnel libéral. Plusieurs niveaux de cotisation sont proposés au conjoint collaborateur qui peut également opter pour le partage de l'assiette avec le professionnel libéral :

- cotisation forfaitaire égale à 8,6 % d'un revenu fixé à un demi de 0,85 PASS ;
- cotisation proportionnelle calculée sur une assiette égale à 25 % ou 50 % du revenu du titulaire plafonné à 5 PASS, avec ou sans partage d'assiette.

[459] L'option choisie est exercée pour trois ans et en absence de choix, la cotisation forfaitaire s'applique (68 % des cas en 2011) :

Tableau 46 : Options de cotisation choisies par les conjoints collaborateurs en 2011

Type de cotisation	%
Cotisation forfaitaire	68 %
Cotisation au taux de 50 % sans partage d'assiette	13 %
Cotisation au taux de 25 % sans partage d'assiette	8 %
Cotisation au taux de 50 % avec partage d'assiette	7 %
Cotisation au taux de 25 % avec partage d'assiette	4 %

Source : CAVP.

2.2. L'augmentation du plafond de la sécurité sociale compense partiellement la dégradation démographique du régime qui est techniquement équilibré

[460] Le rapport démographique pour les affiliés relevant de la CAVP corrigé du taux de réversion poursuit sa décroissance et s'établit à 1,71 cotisant pour un allocataire à fin 2011 contre 2,25 à fin 2006.

[461] La relative stabilité de l'assiette de cotisation prévisionnelle s'explique par la progression du plafond annuel de la sécurité social qui compense en partie la diminution du nombre de cotisants.

Tableau 47 : Données statistiques relatives au régime de base

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cotisants (*)						
Effectif	33 444	33 310	33 243	32 811	32 487	32 353
Assiette provisionnelle moyenne	86 901	84 425	83 611	82 254	82 353	82 846
Cotisation provisionnelle moyenne	3 107	3 087	3 114	3 145	3 378	3 429
Régularisation moyenne	246	170	131	166	187	191
Liquidation - droits directs (*)						
Effectif	953	1 269	1 345	1 303	1 360	1 394
Nombre moyen de points acquis	10 445	10 572	10 089	10 116	9 753	10 476
Pension moyenne annualisée	5 047	5 222	5 072	5 190	5 041	5 676
Retraités - droits directs (*)						
Effectif	13 221	14 038	14 935	15 719	16 546	17 447
Pension moyenne annualisée	5 199	5 282	5 371	5 395	5 394	5 525
Conjoint survivant (*)						
Effectif	3 255	3 185	3 111	3 072	3 022	2 980
Pension moyenne annualisée	2 730	2 783	2 878	2 900	2 942	3 019
Rapport démographique	2,25	2,13	2,02	1,90	1,80	1,71
Conjoint collaborateurs						
Effectif cotisants	350	432	421	699	692	663
Effectif retraités droits directs	121	142	168	182	207	250
Effectif retraités conjoints survivants		7	8	8	8	8

Source : CAVP, Rapports d'activité. (*) Hors conjoints collaborateurs

[462] Les liquidations progressent de 2,5 % en 2011 sous l'effet du départ anticipé de nombreux professionnels suite à la réforme des retraites.

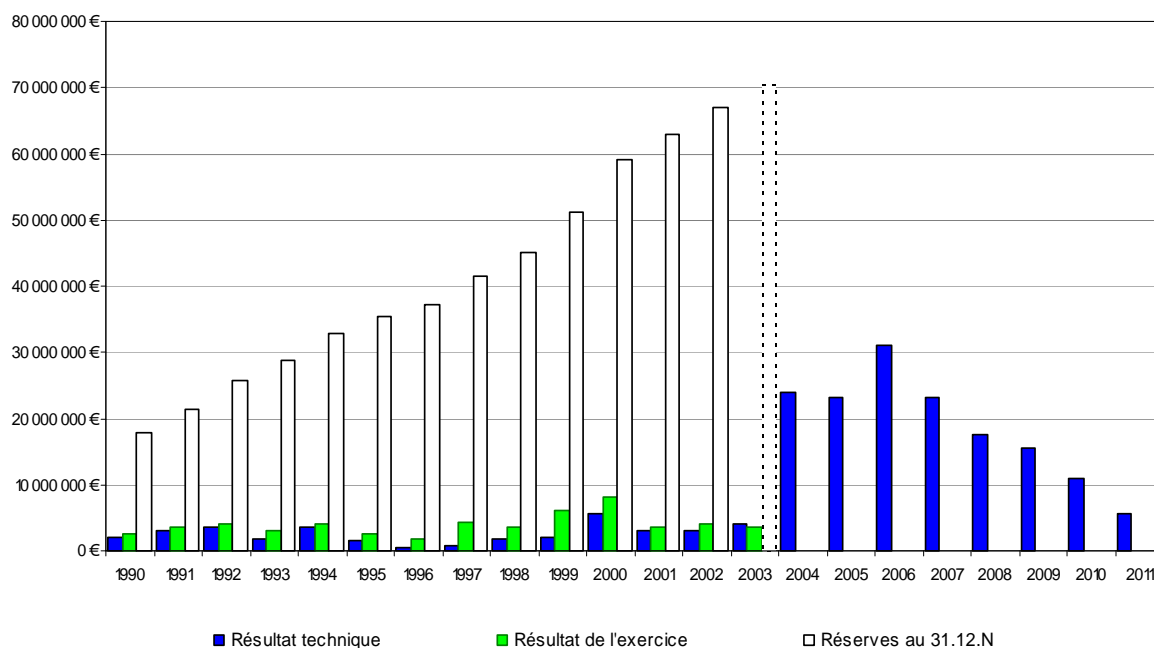
[463] Depuis la loi n°2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, la CNAVPL gère le régime d'assurance vieillesse de base des professionnels libéraux et ses réserves. Le résultat doit ainsi être analysé de manière consolidée. Sur le plan technique, à l'échelle de la CAVP, il est excédentaire.

Tableau 48 : Résultat technique (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat technique	31,2	23,2	17,6	15,4	11,0	5,5

Source : CAVP.

Graphique 30 : Evolution des résultats et des réserves sur la période 1990-2011



Source : CAVP.

[464] Les placements réalisés par la CAVP pour le compte de la CNAVPL se limitent à la souscription d'OPCVM monétaires offrant un rendement proche de l'EONIA⁴². Fin 2011, la caisse détenait 4,4 M€ d'actifs monétaires, en valeur de réalisation (et en valeur nette comptable), pour le compte du régime de base. La performance financière du portefeuille s'est élevée à 1,07 % en 2011 contre 0,45 % en 2010.

⁴² Euro OverNight Index Average : c'est 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.

3. LE REGIME DE RETRAITE COMPLEMENTAIRE

3.1. Le volet géré par répartition (851 M€ de réserves)

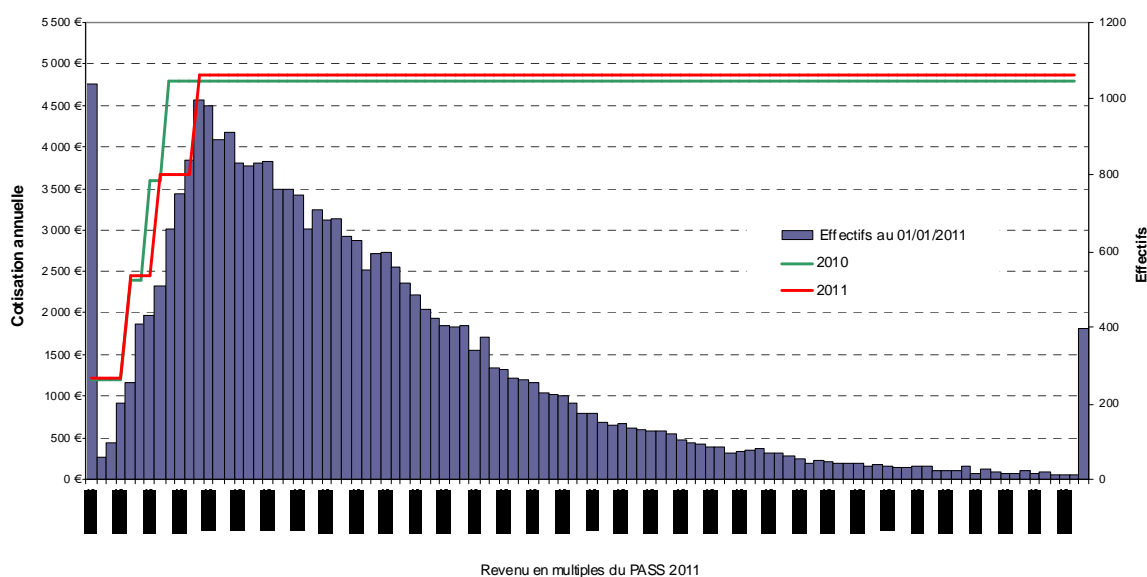
3.1.1. Un pilotage visant à la réduction du rendement de la cotisation dans le but de préserver les réserves

[465] Pendant les quinze dernières années, la cotisation de référence⁴³ et l'allocation entière du régime complémentaire par répartition ont été pilotées de manière à diminuer le rendement de la cotisation, de 7,63 % en 1990 à 5,15 % en 2005. Cette diminution s'est inscrite dans un contexte d'amélioration de l'espérance de vie et de désinflation. Cela a permis que, sur la même période, le montant des réserves passe d'une année et demie de prestations à près de six ans.

[466] La fraction de la cotisation gérée par répartition s'élève en 2011 à 4 880 €, soit cinq fois la cotisation de référence, en hausse de 1,67 % par rapport à 2010. Cette cotisation est forfaitaire et obligatoire.

[467] Le régime est doté d'un dispositif de réduction (-25 %, -50 %, -75 %) pour les pharmaciens disposant de revenus inférieurs à différents seuils indexés sur le plafond de la sécurité sociale.

Graphique 31 : Cotisations annuelles



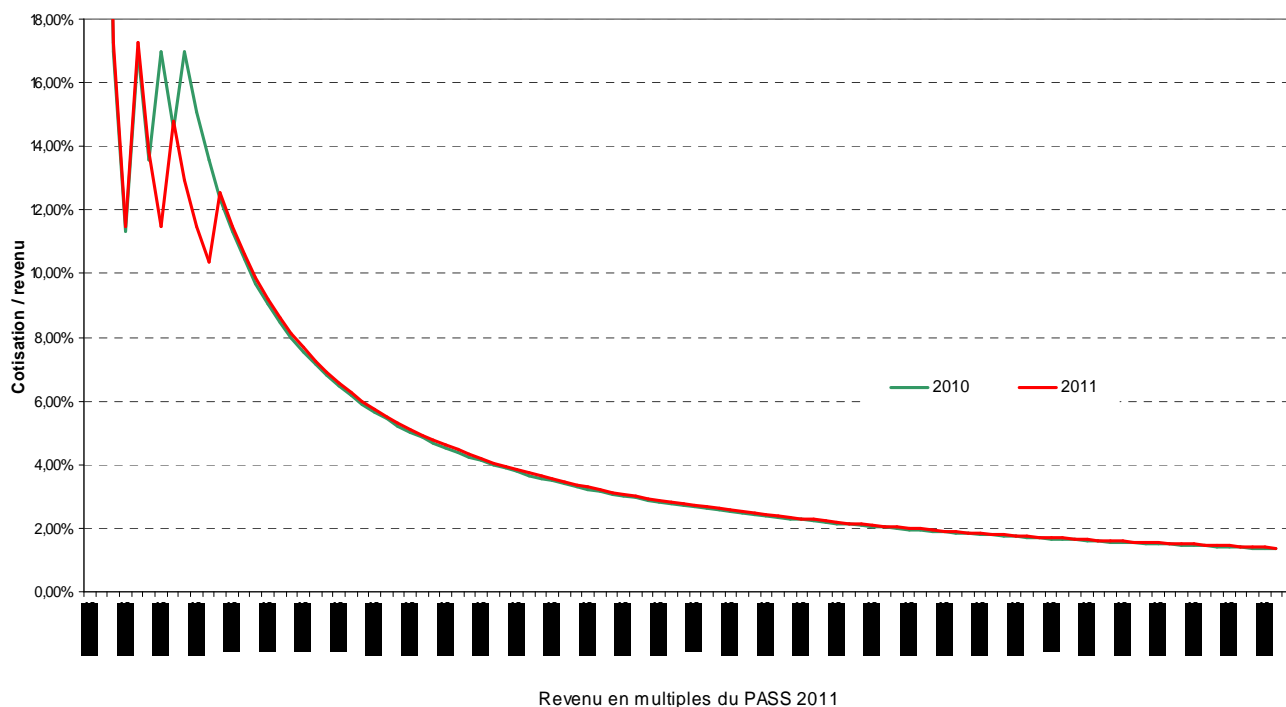
Source : CAVP.

[468] Le relèvement des niveaux de revenus autorisant une réduction de la cotisation à l'occasion de la réforme du régime complémentaire entrée en vigueur au 1^{er} juillet 2009⁴⁴ a permis de réduire dans une certaine mesure le taux d'effort contributif pour les affiliés disposant des revenus les plus faibles.

⁴³ La cotisation de référence du régime complémentaire d'assurance vieillesse est fixée de manière forfaitaire chaque année par décret, après avis de la Caisse nationale d'assurance vieillesse des professions libérales, sur proposition du conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens, qui se détermine en fonction des projections démographiques à long terme du régime et des perspectives financières, après prise en compte des frais de gestion. En 2011, la cotisation de référence était de 976 €.

⁴⁴ Décret n°2008-1499 du 22 décembre 2008 et arrêté du 11 mai 2009.

Graphique 32 : Effort contributif



Source : CAVP.

[469] Le conseil d'administration détermine chaque année le montant de la retraite entière en fonction des projections démographiques à long terme du régime, des perspectives financières et des cotisations à encaisser, après prise en compte des frais de gestion.

[470] Le montant des prestations est calculé en proportion du nombre d'années de cotisations sans limitation de durée. Le montant de l'allocation est fixé en 2011 à 10 130 € pour 40,75 annuités validées (+1,70 % par rapport à 2010). La prestation de droits directs moyenne servie en 2011 s'élève à 6 573 €. Le rendement de la cotisation s'établit à 5,09 % et est inchangé par rapport à 2010.

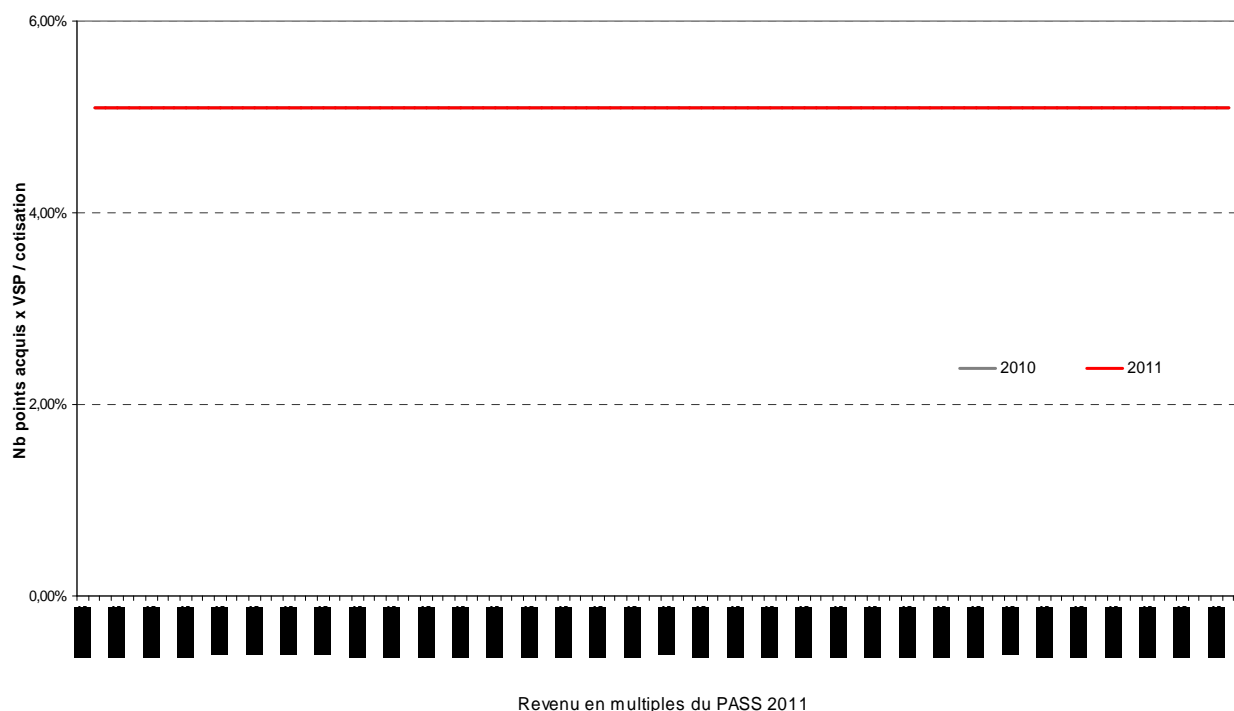
Encadré calcul retraite régime complémentaire par répartition

248,59 € par année cotisée soit 10.130 € pour 40,75 années de cotisations + $1/40,75^{\text{ème}}$ par année de cotisation supplémentaire.

Majoration 3 enfants : 10 %.

Pension de réversion 60 % de l'allocation du pharmacien sans conditions de ressources.

Graphique 33 : Rendement de la cotisation



Source : CAVP

- [471] A la demande de la direction de la sécurité sociale, des études ont été réalisées en vue d'aligner les bornes d'âge du régime complémentaire sur celles du régime de base réformé par la loi n°2010-1330 du 9 novembre 2010.
- [472] La transposition de cette loi sera opérée via un regroupement en trois lots des générations de 1951 à 1956 atteignant l'âge légal de la retraite pendant la période de transition de 2011-2018. L'ajustement des paramètres du régime complémentaire sera réalisé selon un calendrier analogue à celui du régime de base.
- [473] En contrepartie du recul des bornes d'âge, la CAVP a obtenu le maintien du niveau des pensions acquises à 65 ans et la mise en place d'une surcote pour les pharmaciens acceptant de liquider leur pension au-delà de l'âge requis pour bénéficier d'une retraite à taux plein.
- [474] L'ensemble du dispositif a été entériné par l'arrêté du 23 juin 2011 modifiant les statuts du régime complémentaire, pour une entrée en application des premières mesures au 1er juillet 2011.
- [475] L'entrée en vigueur de la loi n°2005-882 en faveur des PME prévoyant l'affiliation obligatoire aux régimes de retraite et de prévoyance des conjoints collaborateurs est intervenue le 1er juillet 2007. La cotisation annuelle est égale à 25 % ou 50 % de celle du titulaire, les contributions du pharmacien et du conjoint étant obligatoirement cumulatives : le partage d'assiette n'est pas possible.
- [476] L'option de cotisation choisie par le conjoint collaborateur est indépendante du choix effectué au titre du régime de base. Elle est valable pour un an et reconduite tacitement. A défaut de choix exprimé, la cotisation est calculée au taux de 25 %.

3.1.2. Un rapport démographique en constante diminution compensé en partie par l'allongement des carrières

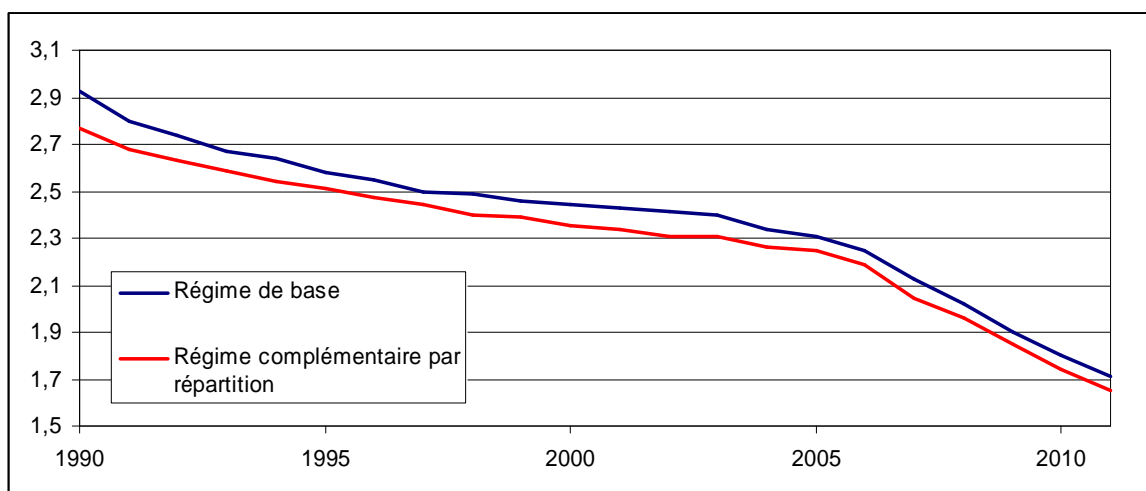
Tableau 49 : Données statistiques relatives au régime complémentaire géré par répartition

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cotisants						
Effectif	33 902	33 742	33 688	33 215	32 810	32 694
Age moyen	49,6	49,7	49,8	50,0	50,3	50,1
% de femmes	52,5 %	52,7 %	52,9 %	52,8 %	52,9 %	52,8 %
Annuités validées	14,4	14,2	14,2	14,5	14,7	14,6
Liquidation droits directs						
Effectif	980	1 206	1 309	1 168	1 372	1 381
Age moyen	63,5	63,4	63,1	63,2	63,5	63,7
% de femmes	55,8 %	54,6 %	55,6 %	54,9 %	56,6 %	54,7 %
Pension moyenne annualisée	5 637	5 618	5 567	5 791	5 525	6 110
Retraités droits directs						
Effectif	13 038	13 790	14 656	15 321	16 173	17 077
% de femmes	57,1 %	57,7 %	57,9 %	57,9 %	58,0 %	58,5 %
Pension moyenne annualisée	6 561	6 575	6 613	6 614	6 519	6 573
Conjoint survivant						
Effectif	4 063	4 259	4 269	4 375	4 437	4 490
% de femmes	86,3 %	85,4 %	85,3 %	83,8 %	83,6 %	83,3 %
Pension moyenne annualisée	4 665	4 751	4 624	4 671	4 659	4 753
Rapport démographique	2,19	2,06	1,96	1,85	1,74	1,65
Conjoint collaborateurs						
Effectif cotisants			401	678	672	647
Effectif retraités droits directs			8	14	29	53
Effectif retraités conjoints survivants			0	0	0	0

Source : CAVP.

[477] Le régime complémentaire par répartition est marqué par l'érosion du nombre de cotisants et la progression continue du nombre de retraités. La réforme de 2010 repoussant de deux ans l'âge de liquidation au taux plein viendra atténuer ce dernier phénomène. Le régime des liquidations est soutenu par le succès des formules de cumul emploi-retraite qui intéressent un nombre croissant de pharmaciens et par la crainte d'une remise en cause du dispositif fiscal des plus-values de cession (dispositif légal destiné à favoriser la transmission d'entreprise).

Graphique 34 : Evolution du rapport démographique



Source : CAVP.

3.1.3. Si le résultat technique est équilibré, le résultat total est volatile car impacté par les résultats de la gestion financière

[478] Sur le plan des résultats, le régime constate des excédents techniques récurrents qui tendent à diminuer au cours du temps.

[479] Contrairement aux résultats techniques, les résultats nets présentent une volatilité certaine. Ces derniers sont en effet fortement affectés par les résultats de la gestion financière (produits financiers et éventuelles provisions pour dépréciation traduisant l'existence de moins-values latentes). A titre d'exemple, les cotisations émises en 2011 sont de 155 M€ pour 134 M€ de pensions versées et des produits financiers de - 30 M€ (pertes). Ces pertes sont causées aux deux tiers par la forte proportion des investissements sous formes d'actions (- 20 M€).

Tableau 50 : Résultats techniques et résultats du régime complémentaire géré par répartition (M€)

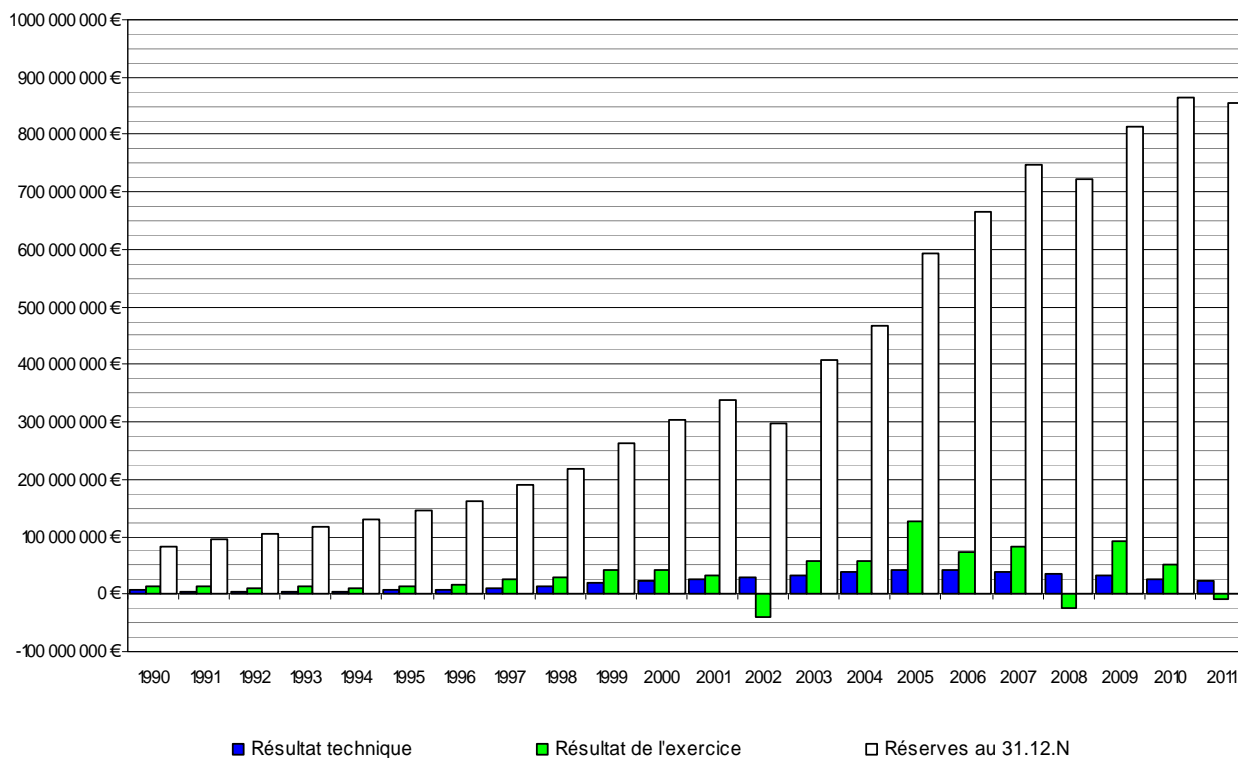
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat technique	43,99	39,23	36,72	32,38	27,05	22,68
Frais de gestion administrative	1,41	1,35	1,39	1,38	1,36	1,84
Produits financiers ⁴⁵	30,38	44,09	-59,68	60,70	24,24	-30,07
Résultat	72,96	81,96	-24,34	91,97	49,93	-9,23

Source : CAVP.

[480] Après imputation du déficit de l'exercice, les réserves disponibles à fin 2011 s'élèvent à 855 M€ soit 6 ans et 5 mois de prestations.

⁴⁵ Revenus des placements diminués des éventuelles dotations aux provisions pour dépréciation.

Graphique 35 : Evolution des réserves et des résultats sur la période 1990-2011



Source : CAVP.

3.2. Le volet géré par capitalisation (5 046 M€ de réserves)

[481] Les classes de capitalisation ont été créées en 1962 afin de permettre aux pharmaciens d'améliorer le niveau de leur retraite complémentaire.

3.2.1. Un régime en six classes

[482] Six classes de cotisations sont proposées numérotées 3, 5, 7, 9, 11, 13. Le taux de cotisation est indexé sur la cotisation de référence utilisée pour la fixation de la cotisation du régime complémentaire géré par répartition.

[483] Le décret n° 2008-1499 du 23 décembre 2008 a introduit le principe d'une affiliation obligatoire en classe 3 pour l'ensemble des ressortissants du régime complémentaire à compter du 1^{er} juillet 2009. Un report de cette affiliation pour une durée maximale de deux ans a été accordé sur demande aux pharmaciens ayant fait le choix de ne cotiser qu'en répartition au cours du premier semestre 2009.

[484] A compter du 1er juillet 2009, l'affilié opte pour l'une des classes de cotisation suivantes, chaque classe comprenant une fraction de cotisation gérée en répartition (à hauteur de 5 fois la cotisation de référence), le solde de la cotisation étant géré en capitalisation :

- classe 3 : cotisation égale à 7 fois la cotisation de référence ;
- classe 5 : cotisation égale à 9 fois la cotisation de référence ;
- classe 7 : cotisation égale à 11 fois la cotisation de référence ;
- classe 9 : cotisation égale à 13 fois la cotisation de référence ;

- classe 11 : cotisation égale à 15 fois la cotisation de référence ;
- classe 13 : cotisation égale à 17 fois la cotisation de référence.

Tableau 51 : La fraction de la cotisation du régime complémentaire gérée en capitalisation

Classe	Fraction de la cotisation gérée en capitalisation	Fraction de la cotisation gérée en capitalisation en 2011
Classe 3	2 000 €	1 952€
Classe 5	4 000 €	3 904 €
Classe 7	6 000 €	5 856 €
Classe 9	8 000 €	7 808 €
Classe 11	10 000 €	9 760 €
Classe 13	12 000 €	11 712 €

Source : CAVP.

- [485] Les versements obligatoires, à hauteur de la classe 3, sont intégralement déductibles des revenus. Les capitaux versés au-delà de la classe 3 sont déductibles dans la limite d'un plafond proportionnel aux revenus imposables. Les cotisations versées par les adhérents sont suivies de manière individuelle et viennent abonder un compte fictif dit « individuel » et « de capitalisation ».
- [486] Les frais sont fixés par le conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens dans la limite de 1,4 % des sommes versées par l'affilié. Sur décision du conseil d'administration, des frais peuvent être prélevés sur les comptes individuels pour la gestion des capitaux accumulés, dans la limite de 1 % des capitaux en compte au 31 décembre de chaque année.
- [487] Le montant des prestations est calculé à partir des capitaux disponibles sur le « plan individuel de capitalisation » en fonction de l'âge du bénéficiaire et de l'option de réversion choisie au moment de la liquidation. Les termes de rente sont déterminés conformément aux précisions inscrites dans les statuts de la caisse selon les « normes actuarielles en vigueur à la date de liquidation de la pension ». Autrement dit, la CAVP s'inspire de la réglementation applicable aux organismes d'assurance pour ce qui est du choix des tables de mortalité et du taux d'actualisation à utiliser pour calculer les montants des rente lors de la liquidation de ces dernières.
- [488] Les rentes liquidées en 2011 ont été calculées avec les tables de mortalité TGF 05 sur la base d'un taux technique⁴⁶ de 1,75 %. Dit différemment, l'ensemble des cotisations versées par les adhérents est affectée à un « compte individuel de capitalisation » conformément aux dispositions des statuts. Ce compte, fictif évolue au fil du temps en fonction des placements de la CAVP ; placement réalisés grâce aux cotisations versées (cf. *infra*). Lors du départ en retraite, le montant individuel de la rente est calculé en tenant compte des tables de mortalités et taux d'actualisation utilisés par les organismes assureurs au même moment. Contrairement à l'assurance vie privée, il n'y a aucun engagement de la part de la CAVP.

⁴⁶ Taux d'intérêt utilisé pour actualiser les arrérages lors du calcul d'une rente. Il correspond à une anticipation des produits financiers, ce qui a pour effet d'augmenter le montant de la rente servie.

Encadré : Calcul du montant de la retraite régime par capitalisation

Le montant de la retraite s'obtient en multipliant le capital constitutif par le terme de rente fixé lors de la liquidation des droits.

Pour le conjoint survivant, si le décès a lieu pendant l'activité alors 100 % du capital constitutif lui est versé sous forme de plan de capitalisation. Si le décès a lieu pendant la retraite alors le conjoint perçoit de 50 % à 100 % de l'allocation du pharmacien. Dans les deux cas, il n'y a pas de condition de ressources.

Au moment de la liquidation de ses droits, l'affilié doit déclarer s'il désire ou non que sa retraite soit réversible sur la tête de son conjoint. En cas d'option pour la retraite avec réversion, l'affilié peut demander que le montant de la retraite de réversion soit porté de 50 % à 60 %, 70 %, 80 %, 90 % ou 100 % de sa retraite personnelle. Le versement complémentaire qu'il doit effectuer en contrepartie est calculé dans des conditions garantissant la neutralité actuarielle.

Le montant de la retraite est déterminé à partir du compte individuel en fonction des paramètres suivants :

- date de prise d'effet de la retraite ;
- date de naissance de l'affilié ;
- en cas de réversion, date de naissance du réversataire et taux de réversion choisi
- tables de mortalité pour le calcul des rentes viagères à la date d'effet de la retraite ;
- taux « d'intérêt technique » : celui-ci est au plus égal au taux maximum « réglementaire » pour le long terme en vigueur à la date d'effet de la retraite ;
- frais de gestion des retraites en vigueur à la date d'effet de la retraite, fixés par le conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens dans la limite de 1,4 % des retraites servies.

Source : *Statuts CAVP*.

- [489] Le conseil d'administration détermine chaque année en fonction des résultats techniques et financiers réalisés et des réserves disponibles un taux dit « de revalorisation⁴⁷ » qui sera appliqué aux capitaux accumulés sur les comptes individuels fictifs. Les pensions en cours de service sont revalorisées chaque année en rapportant la performance distribuée au taux d'actualisation retenu pour calculer « l'engagement » des différentes générations d'allocataires.
- [490] Chaque année, les intérêts sont intégrés au capital. Le taux de capitalisation, net de tous frais, a atteint 3,40 % en 2010, 3,80 % en 2009, 4,00 % en 2008, 4,45 % en 2007.
- [491] Le conjoint qui a le statut de conjoint collaborateur est affilié d'office à la classe de capitalisation pour laquelle le conjoint a lui-même opté. Les cotisations sont appelées sur la base du même taux (25 % ou 50 %) que celui appliqué au titre du régime complémentaire par répartition.
- [492] Le conjoint collaborateur peut procéder à des rachats ou à des versements différentiels dans les mêmes conditions que les pharmaciens mais n'est pas tenu de reproduire le versement effectué par le titulaire.
- [493] En 2011, 25 % des conjoints collaborateurs cotisant en capitalisation ont opté pour le versement d'une cotisation calculée au taux de 50 %.
- [494] Les statuts du régime modifiés par l'arrêté du 11 mai 2009 comportent différents dispositifs « prudentiels » inspirés de la réglementation applicable aux entreprises d'assurance – « fixation du tarif actuariel », « principe de provisionnement des engagements », « couverture des engagements », « marge de solvabilité » – et prévoient l'obligation de constituer « une provision pour frais de gestion ».

Article 31 Provisions techniques

Les provisions constituées couvrent à tout moment l'intégralité des engagements à l'égard des affiliés. Les provisions techniques sont calculées chaque année par un actuair indépendant et certifiées par l'auditeur externe de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

⁴⁷ La revalorisation, provenant des produits financiers excédant les rendements anticipés, sera d'autant plus élevée que le taux technique est faible.

Article 32 Provision de gestion

Une provision de gestion est constituée afin de couvrir les frais de gestion futurs afférents au service des pensions.

Article 33 Marge de sécurité

La caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens constitue une marge de sécurité égale au minimum à 4 % de ses engagements.

Source : Statuts CAVP.

- [495] La caisse n'étant pas soumise aux dispositions législatives et réglementaires applicables aux organismes d'assurance, les règles relatives au volet du régime fonctionnant en capitalisation sont décidées par le conseil d'administration. La mission revient sur ces questions à l'annexe 5 comptabilité et contrôle interne.

3.2.2. Les effectifs de cotisants se sont très fortement accrus

- [496] Entre 2006 et 2011, le nombre des cotisants a doublé – l'obligation de cotiser en classe trois à compter de 2009 n'y est pas étrangère – tandis que le nombre de retraités de droit direct augmentait de 30 % et celui des conjoints survivants de 10 %. Le nombre de cotisants en capitalisation s'établit à 32 366 à fin 2011, représentant 99 % des pharmaciens affiliés en répartition contre 86 % au 31 décembre 2010.

Source : 0

- [497] Les affiliés qui avaient liquidé leurs droits en capitalisation avant le 1er juillet 2009 tout en poursuivant leurs cotisations par répartition ne sont pas tenus de s'affilier une nouvelle fois au régime par capitalisation. Il en va de même des adhérents au régime par capitalisation qui, ayant atteint l'âge de 65 ans sans totaliser 10 cotisations annuelles (ou de rachats), avaient obtenu le remboursement de leurs versements avant le 1^{er} juillet 2009.

- [498] L'exercice 2011 a été marqué par une diminution des recettes techniques (-6,29 % alors qu'elles étaient en hausse l'année précédente : +10,79 %). Ce recul s'explique principalement de la baisse de 24,42 % des versements facultatifs dans un contexte de « perte de confiance qui a frappé en 2011 l'ensemble des formules d'épargne ».

- [499] Les produits financiers s'élèvent à 149 M€ contre 189 M€ en 2010. Les prises de bénéfices (« allers-retours » sur les titres et OPCVM du portefeuille) constituent la principale source de résultat du régime. Des plus-values de cession atypiques ont été constatées en 2011. Elles tiennent leur origine dans les opérations réalisées sur le patrimoine immobilier. Un immeuble situé à Nanterre a été vendu et un second, situé sur l'avenue des Champs Elysées a été transféré à la SCI « 68 Champs Elysées » ce qui a permis à la caisse de faire apparaître les plus-values latentes correspondantes.

4. LE REGIME ASSURANCE SUPPLEMENTAIRE DE VIEILLESSE DES DIRECTEURS DE LABORATOIRES (25 M€ DE RESERVES)**4.1. Un régime financé en grande partie par les organismes d'assurance maladie**

- [500] Le régime assurance supplémentaire vieillesse (ASV), entré en vigueur le 1^{er} juillet 1981, offre une couverture retraite complémentaire aux directeurs de laboratoires privés d'analyses médicales non médecins lorsque leur activité de directeur de laboratoire est exercée à titre principal et dans le cadre de la convention conclue par application des dispositions de l'article L. 162-14 et L.162-15 du code de la sécurité sociale.

- [501] A compter du 1^{er} juillet 1981, la cotisation est due à titre obligatoire par tous les biologistes affiliés au régime. Elle est calculée dans les conditions fixées par le décret n° 81-1046 du 24 novembre 1981.
- [502] Le décret du 24 avril 2007 a profondément modifié le paramétrage technique du régime :
- Cotisation forfaitaire multipliée par 3,75 entre 2007 et 2009 ;
 - Introduction d'une cotisation « d'ajustement » proportionnelle aux revenus ;
 - Abattement de 50 % sur la valeur de service du point des pensions déjà liquidées ;
 - Minoration rétroactive du rendement des cotisations versées depuis la création du régime par les biologistes encore en activité.
- [503] La cotisation du régime ASV est constituée d'un versement forfaitaire financé aux deux tiers par les organismes d'assurance maladie et d'une contribution proportionnelle au revenu professionnel du biologiste prise en charge à 50 % par ces mêmes organismes.
- [504] Initialement fixé à 40 %, le taux d'appel de la cotisation forfaitaire a été porté, dans le cadre de la réforme de 2007, à 100 % au second semestre 2007, puis à 125 % en 2008. Il est fixé à 150 % depuis le 1^{er} janvier 2009.
- [505] Le taux de cotisation forfaitaire n'a pas été revalorisé entre 2007 et 2010 avant application du relèvement du taux d'appel.
- [506] A compter de 2011, le décret du 24 avril 2007 prévoit une revalorisation du montant de la cotisation forfaitaire conforme à l'évolution annuelle moyenne des prix à la consommation – hors tabac – de l'année précédente.
- [507] La cotisation forfaitaire versée par les biologistes en 2011 s'élève, en tenant compte du taux d'appel à 438 € et la participation des organismes d'assurance maladie est fixée au double de ce montant, soit 876 €.
- [508] Le taux de cotisation proportionnel, appelé « cotisation d'ajustement », est fixé à 0,30 % du revenu professionnel N-2 plafonnée à 5 PASS.
- [509] La cotisation forfaitaire permet d'acquérir 262 points auxquels s'ajoute un maximum de 50 points au titre de la cotisation d'ajustement.
- [510] Le décret du 24 avril 2007 distingue trois catégories de droits en fonction de la période d'acquisition et de liquidation :
- R1 : droits acquis avant le 1^{er} janvier 2006 et liquidés avant le 1^{er} janvier 2007 ;
 - R2 : droits acquis avant le 1^{er} janvier 2006 et liquidés après le 1^{er} janvier 2007 ;
 - R4 : droits acquis à compter du le 1^{er} janvier 2006.
- [511] La valeur de service du point applicable aux droits R4 est revalorisée chaque année (à partir de 2008) sur la base de l'évolution annuelle moyenne des prix à la consommation hors tabac de l'année précédente. Cette valeur est fixée à 0,3211 € en 2001 contre 0,3164 € en 2010.
- [512] La valeur des points acquis avant la réforme de 2007 et non liquidés fin 2006 (R2) est modulée en fonction de la période d'acquisition passant graduellement de 1,40 € entre 1977 et 1981, à 0,35 € entre 2002 et 2005 selon les taux appliqués jusqu'en 2010.
- [513] La revalorisation annuelle des points acquis en contrepartie des droits R1 et R2 ne prend effet qu'à compter de l'exercice 2011, sur la base de l'inflation observée en N-1. La valeur de service du point des droits R1 est fixée à 0,9744 € en 2011.
- [514] Le rendement global du régime (part biologiste + part CNAM) s'élève à 5,58 % pour un revenu égal à 4 PASS contre 72,78 % en 2006, avant l'application des premières mesures d'ajustement.

4.2. Face à la dégradation de la situation démographique, le taux d'appel continue sa progression : initialement à 40 %, il atteindra 180 % en 2015

[515] Compte tenu de la dégradation de la situation démographique du régime et des incertitudes entourant l'évolution du nombre de biologistes libéraux, de nouvelles études ont été réalisées en 2011 pour améliorer l'équilibre du régime et repousser la date d'extinction des réserves.

[516] Le scénario de réforme retenu consiste à relever le taux d'appel de la cotisation forfaitaire de 10 points par an de 2013 à 2015 (180 %) et à limiter la revalorisation des droits R1 et R2 au niveau de l'inflation observée minorée de 2 points. Sous certaines conditions d'évolution de l'effectif cotisant, les mêmes ajustements seront poursuivis en 2016 et en 2017. Le taux d'appel de la cotisation forfaitaire atteindrait alors 200 % en 2017. La participation de l'assurance maladie au financement du régime serait relevée dans les mêmes proportions.

[517] Le régime ASV est exclu du champ d'application du dispositif d'affiliation des conjoints collaborateurs en vigueur au 1^{er} juillet 2007.

Tableau 52 : Données statistiques relatives au régime ASV

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cotisants						
Effectif	4 091	4 061	3 999	3 929	3 859	3 725
Age moyen	51,44	51,73	52,06	52,28	52,43	52,16
% de femmes	39,8 %	41,5 %	41,5 %	41,9 %	42,6 %	43,5 %
Liquidation droits directs						
Effectif	122	158	176	208	199	232
Age moyen	63,64	64,28	63,9	63,92	64,56	64,28
% de femmes	37,7 %	34,8 %	35,2 %	37,5 %	32,7 %	39,7 %
Nombre moyen d'annuités validées	25,15	25,34	24,70	25,95	25,56	27,43
Pension moyenne annualisée	5 542	2 448	2 369	2 414	2 365	2 581
Retraités droits directs						
Effectif	1 329	1 457	1 605	1 784	1 938	2 141
% de femmes	31,3 %	32,0 %	32,5 %	33,1 %	33,4 %	34,1 %
Pension moyenne annualisée	4 215	2 138	2 196	2 226	2 251	2 324
Conjoint survivant						
Effectif	250	277	291	318	352	369
% de femmes	88,4 %	88,8 %	88,3 %	86,5 %	87,2 %	86,5 %
Pension moyenne annualisée	1 521	761	788	819	834	790
Rapport démographique	2,81	2,55	2,28	2,02	1,83	1,60

Source : CAVP, Rapports d'activité.

[518] Le rapport démographique corrigé du taux de réversion poursuit sa décline rapide pour s'établir à 1,60 à fin 2011 contre 1,83 à fin 2010 et 2,02 à fin 2009.

[519] Ce nouveau recul s'explique d'une part, par la diminution des cotisants (les regroupements de laboratoires se font de plus en plus nombreux dans la perspective de l'accréditation obligatoire des plateformes techniques) et, d'autre part, par l'arrivée à l'âge de la retraite des premiers affiliés du régime qui représentent chaque année des générations comptant des effectifs de plus en plus importants.

- [520] En matière de résultats, le régime affiche des excédents techniques mais le résultat net est forcément affecté par les résultats de la gestion financière. Ainsi en 2011, la forte pondération des placements en actions dans les placements relatifs au régime a conduit à des pertes de 541 k€ en considérant en regard du résultat net de 254 k€ et du montant des prestations de 5 130 k€ (10 %).
- [521] A fin 2011, les réserves statutaires se montent à 23,3 M€ contre 23,1 M€ fin 2010. Le total constitué de la réserve statutaire et de la réserve pour capitaux de rachats (3 M€ correspondant aux rachats de périodes d'exercice effectués avant le 31 décembre 1986) représentent 5 ans et 1 mois de prestations contre 5 ans et 9 mois l'année précédente.

5. LE REGIME INVALIDITE DECES (89 M€ DE RESERVES)

- [522] Le régime invalidité-décès est un régime de prévoyance obligatoire institué en 1961 afin de protéger les pharmaciens et leur famille en cas d'invalidité de l'affilié empêchant la poursuite de l'activité professionnelle.

5.1. *Un régime particulier en raison de sa gestion en capitalisation et d'un sous provisionnement durable*

- [523] Le taux de la cotisation invalidité-décès est fixé chaque année par le conseil d'administration dans les conditions prévues par l'article 2 du décret du 4 juillet 1960.
- [524] Le montant appelé est constitué d'une cotisation dite de « capitalisation » destinée à financer le provisionnement nouveaux sinistres de l'année considérées et d'un prélèvement complémentaire dont le produit est affecté à la consolidation des provisions représentatives des prestations en cours de service.

Réponse de l'organisme :

§ 524 : Le fonctionnement du régime en capitalisation a été défini par le Conseil d'administration comme étant un objectif de nature à sécuriser le financement des prestations du régime Invalidité-Décès. Il ne s'agit que d'une hypothèse de travail. Les statuts du régime, d'ailleurs récemment mis à jour, ne font aucune mention d'un fonctionnement en capitalisation.

Observation de la mission :

L'article 4 des statuts que la caisse a mis en ligne sur son site internet, explique qu'« à compter du 1er juillet 2009, l'affilié opte pour l'une des classes de cotisation suivantes, chaque classe comprenant une fraction de cotisation gérée en répartition (à hauteur de 5 fois la cotisation de référence), le solde de la cotisation étant géré en capitalisation ». Le titre II indique les « DISPOSITIONS SPÉCIFIQUES AU VOLET DU RÉGIME FONCTIONNANT EN CAPITALISATION » et contient 14 articles précisant le fonctionnement du volet. Si les statuts ont récemment été modifiés, la mission se fonde sur qui lui a été transmis et ce qui était en vigueur à la date du contrôle. Le site internet de la CAVP fait par ailleurs référence à la capitalisation. La première page explique que « Le meilleur plan de capitalisation, c'est toujours celui qui vous ressemble ! » et présente de nombreuses rubriques en lien comme celle visant à expliciter « le calcul des intérêts de capitalisation ».

- [525] Le taux de cotisation a été fixé dans le cadre d'un programme de consolidation des réserves visant à obtenir une « couverture intégrale » à fin 2016.
- [526] Les prestations du régime se décomposent en :
- prestations d'invalidité au pharmacien invalide, à son conjoint et à chacun de ses enfants, ainsi qu'aux enfants invalides ;
 - prestations décès servies sous la forme d'une indemnité immédiate versée au conjoint survivant et d'une allocation décès attribuée au conjoint et à chacun des enfants du pharmacien décédé en activité

[527] Le décret n°2011-699 du 20 juin 2011 précise les modalités d'affiliation des conjoints collaborateurs rendue obligatoire par la loi du 2 août 2005.

5.2. *Malgré le tassement des cotisants, les cotisations progressent sous l'effet de la revalorisation du taux de cotisation*

Tableau 53 : Statistiques relatives au régime invalidité décès

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Effectif cotisants	33 882	33 718	33 658	33 187	32 744	32 606
Nouvelles pensions d'invalidité liquidées (droits directs)						
Effectif	36	35	24	34	26	26
Age moyen	54,05	56,14	56,16	54,85	56,10	55,27
% de femmes	63,9 %	57,1 %	45,8 %	52,9 %	50,00 %	69,23 %
Effectif pharmaciens invalides	128	132	123	128	123	108
Effectif pharmaciens inaptes	312	318	335	347	354	368
Effectif conjoint coexistants	264	272	278	277	279	275
Effectif conjoint survivants	717	524	518	509	501	500
Effectif enfants	642	638	619	619	616	597
Nombre d'allocations entières versées hors indemnités immédiates	1 584	1 426	1 406	1 388	1 408	1 373
Nombre d'indemnités immédiates liquidées	41	44	39	36	50	49

Source : CAVP, rapports d'activité.

[528] L'année 2011 a été marquée par la stabilisation des nouveaux cas d'invalidité, induisant une baisse du nombre de pharmaciens percevant l'allocation correspondante par le jeu des liquidations de retraite pour inaptitude.

[529] Les prestations versées en 2011 l'ont été au titre de l'invalidité pour 44 % et au titre du risque décès pour 56 %.

[530] En dépit de la légère diminution du nombre de cotisants, les cotisations émises progressent sous l'effet de la revalorisation du taux de cotisation.

5.3. *Le résultat du régime dépend des résultats des placements*

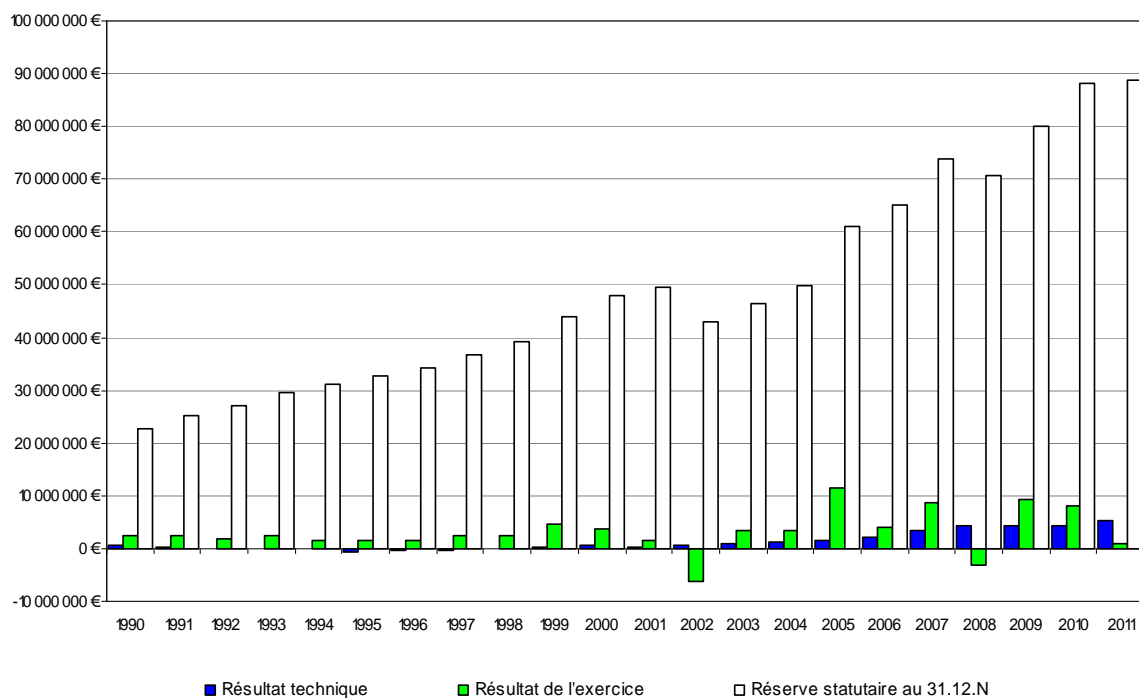
[531] Le régime est équilibré au plan technique et ses résultats fluctuent en fonction du résultat des placements des réserves.

Tableau 54 : Résultats du régime invalidité décès (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat technique	2,03	3,48	4,28	4,49	4,30	5,23
Résultat	4,15	8,69	-3,27	9,45	8,09	1,05

Source : CAVP

Graphique 36 : Résultats et réserves du régime invalidité décès



Source : CAVP

[532] Les réserves statutaires s'élèvent à 88,9 M€ à fin 2011 et représentent 7 ans de prestations.

Annexe 4 : Revue analytique des comptes

- [533] Il a été procédé à une revue analytique des comptes sur la période 2006-2011 afin de documenter de manière générale les résultats de la caisse et des régimes qu'elle gère d'une part., de manière plus précise les éléments financiers, d'autre part.
- [534] **La mission ne portant pas sur l'audit des comptes si des incohérences apparentes sont apparues entre les comptes elle a demandé des explications à la caisse pour information mais n'est pas allée plus loin dans ses vérifications dès lors que les incertitudes pesant sur les données ne remettaient pas en cause le constat global fait.**

1. LES COMPTES

- [535] La caisse ne dispose pas d'un commissaire aux comptes même si elle confie à un cabinet une mission d'audit financier dont le contenu correspond à celui d'une mission de commissariat. Les documents produits ne sont toutefois pas certifiés ce qui limite l'assurance apportée par cet audit externe.
- [536] La présentation des comptes met l'accent sur une présentation détaillée par régime parfois au détriment de la présentation globale des comptes, même si on note une amélioration sur ce point. On ne dispose pas en début de période de données globales pour la caisse certaines de base sans se livrer à de fastidieux recalculs.

Tableau 55 : Documents globaux figurant dans les comptes inclus dans les rapports d'activité

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bilan	■	■	■	■	■	■
Compte de résultat global			■	■	■	■
Calcul des soldes intermédiaires de gestion				■	■	■
Comptes de résultats par régime	■	■	■	■	■	■
« Annexe »	■	■	■	■	■	■

Source : IGAS.

- [537] On peut s'interroger sur la lisibilité pour les administrateurs de cette suite de tableaux et sur l'intérêt d'une présentation complémentaire plus adaptée à un suivi de leur part, en leur donnant notamment des référentiels historiques allant au-delà de l'année n-1.
- [538] Alors que dans une précédente caisse contrôlée par la mission les placements mobiliers étaient comptabilisés dans les valeurs mobilières de placement ils sont à la CAVP pour l'essentiel comptabilisés parmi les titres immobilisés.
- [539] Sans doute en raison de ce choix les documents produits ne comportent pas le tableau classique donnant pour les titres détenus les acquisitions et cessions et donc ne permet pas d'apprécier à partir des documents comptables la rotation du portefeuille. Il n'est pas suppléé par des données extracomptables à ce manque.

Recommandation n°47 : Inclure dans le rapport d'activité au moins dans les comptes certifiés au mieux des données sur la rotation du portefeuille.

[540] L'essentiel des actifs financiers est comptabilisés en titres immobilisés au motif que même s'il y a des cessions de titres celles-ci se font dans le cadre d'un portefeuille global qui va rester stable. On peut s'interroger sur ce choix dès lors que dans les comptes même les produits de cession sur ces titres sont enregistrés au compte 767 **Produits nets des cessions de valeurs mobilières de placement**

2. LES RESULTATS

[541] Les documents fournis, qui sont ceux dont disposent les administrateurs, n'ont permis de retrouver que depuis 2007 les soldes intermédiaires de gestion de la caisse.

2.1. Analyse du compte d'exploitation

[542] La caisse a, depuis 2007, un résultat d'exploitation (gestion technique + gestion courante) déficitaire (les données pour 2006 ne figurent pas car les comptes 2006 et 2007 sont présentés uniquement par régime sans que soit présenté un compte d'exploitation global, les données 2007 figurent sur les comptes 2008).

[543] Le résultat financier diminue avec la crise financière en 2008 et 2011.

[544] Le résultat exceptionnel enregistré en 2011 est du à la cession d'un immeuble à une SCI détenue par la caisse qui permet de faire apparaître dans le résultat la plus value latente. Il en va de même en 2007 où le résultat exceptionnel est du à la cession de l'immeuble de Poissy (plus value de cession 22,6 M€)

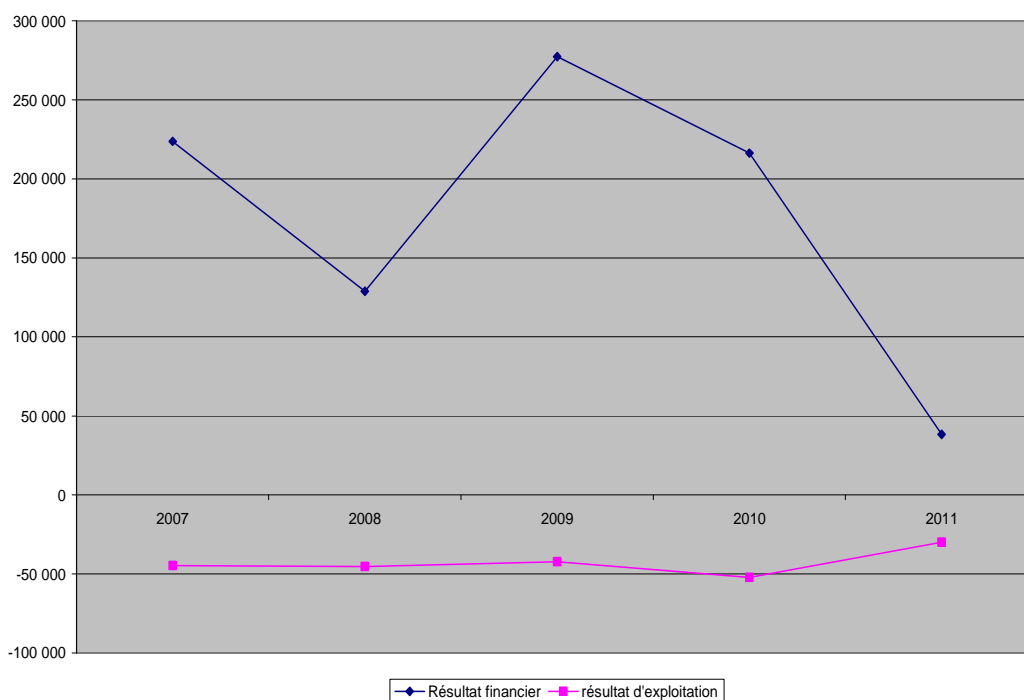
Tableau 56 : Les résultats globaux de la caisse (K€)

K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Charges e		571 544	626 612	565 121	589 843	607 560
Produits exploitations		526 810	581 323	522 769	537 601	577 534
Résultat exploitation		-44 734	-45 289	-42 352	-52 242	-30 026
Charges financières		14 556	151 601	91 460	15 788	106 380
Produits financiers		238 272	280 494	368 867	232 064	144 717
Résultat financier	ND	223 716	128 893	277 407	216 276	38 337
Charges exceptionnelles		1 620	103	439	42	9 789
Produits exceptionnels		25 039	430	634	421	84 140
Résultat exceptionnel		23 419	327	195	379	74 351
Impôts		1 728	3 060	9 185	7 197	8 237
Résultat net		200 673	80 871	226 065	157 216	74 424

Source : Comptes CAVP Tableau Compte de résultat au 31/12

[545] Le graphique ci-dessous retrace l'impact de cette double évolution.

Graphique 37 : Résultat financier et résultat exploitation K€ 2007-2011



Source : Comptes CAVP

2.2. Compilation des comptes de résultats par régimes

[546] La mission a cumulé les résultats présentés par régime ce qui donne le tableau suivant. On notera que si le total des résultats par régime est bien égal résultat figurant dans le compte de résultat global ce n'est pas le cas du résultat financier. Une explication en annexe serait la bienvenue.

Tableau 57 : Résultats par régime (K€) 2007-2011

	K€	2007	2008	2009	2010	2011
Régime complémentaire par répartition	résultat exercice	81 961	-24 343	91 698	49 929	-9 230
	résultat gestion financière	44 087	-59 675	60 703	24 241	-30 073
Régime complémentaire par capitalisation*	résultat exercice	111 910	106 291	122 134	97 415	82 266
	résultat gestion financière	188 230	190 309	201 445	180 332	163 569
Régime invalidité décès	résultat exercice	8 686	-3 274	9 446	8 091	1 051
	résultat gestion financière	5 545	-7 229	5 042	4 002	-3 451
Régime ASV	résultat exercice	-1 663	2 376	2 855	1 803	254
	résultat gestion financière	892	275	659	290	-541
Action sociale		-221	-178	-69	-23	84
Total	résultat exercice	200 673	80 872	226 064	157 215	74 425
	résultat gestion financière	238 754	123 680	267 849	208 865	129 504

Source : Comptes CAVP Cumul des comptes de résultat par régime

[547] Sans que cela soit expliqué dans les documents soumis au conseil d'administration le total des résultats financiers des régimes n'est pas toujours égal au résultat financier global. Cette discordance n'est pas sans impact ainsi la somme du résultat financier des régimes est en 2011 de 129,5 M€ alors que le résultat financier de la caisse est de 38,4 M€ ; elle fragilise les données ; la caisse sollicitée a fourni un tableau de passage pour la seule année qui n'a pas été audité dans la mesure où cela n'avait pas d'impact sur la gestion des placements objet de la mission.

2.3. Analyse du compte gestion financière

[548] Dans les comptes un tableau donne les résultats de la « gestion financière » il donne des charges et produits d'exploitation, des charges financières et produits financiers et des charges exceptionnels et produits exceptionnels

[549] Les données de ce tableau sont cohérentes avec les résultats financiers et exceptionnels dont elles rendent bien compte (les écarts ne sont pas significatif au regard de l'analyse).

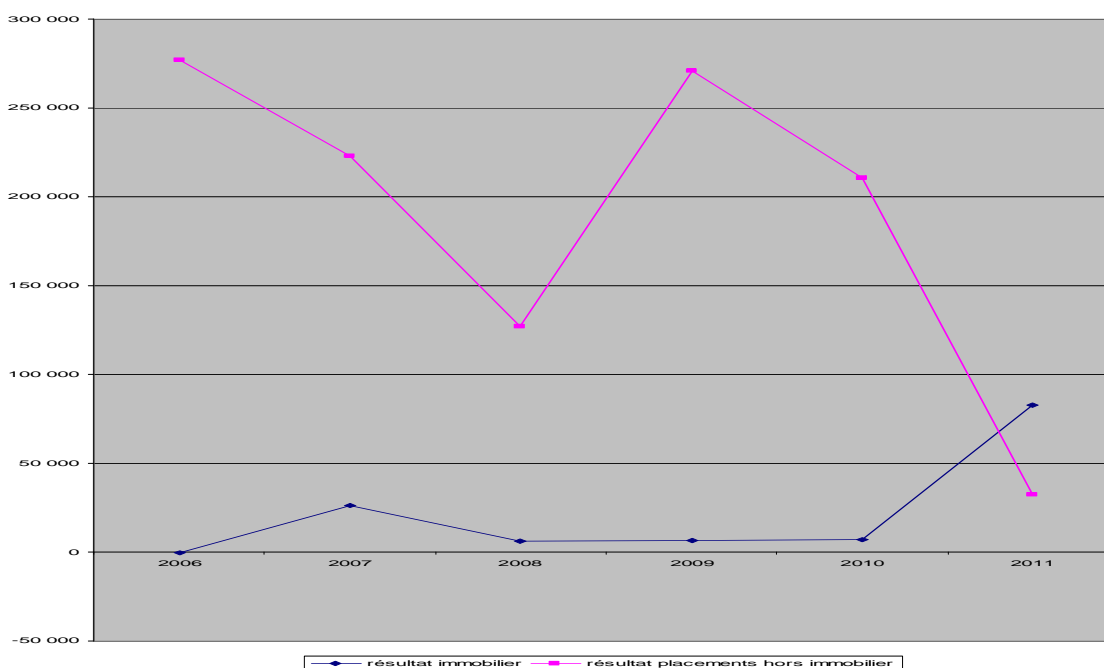
2.3.1. Evolution globale

Tableau 58 : Evolution des résultats financiers

K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Foret et activités annexes	51	178	73	46	113	90
Immobilier	-426	26 261	5 958	6 654	6 908	82 673
Placements	276 902	222 794	127 166	270 795	210 855	32 356
Total	276 527	249 233	133 197	277 495	217 876	115 119

Source : Comptes CAVP

Graphique 38 : Evolution des composantes du résultat financier



Source : Comptes CAVP

2.3.2. Décomposition du résultat financier

[550] Le tableau ci-dessous décompose le résultat financier. Il montre les points suivants :

- Des pertes de change en 2011 pour la première fois ce qui veut dire que la caisse s'est exposée au risque de change ;
- Une augmentation des autres produits financiers liée au mécanisme d'amortissement des décote/surcote ;
- L'impact de la crise que permet d'évaluer le solde des dotations nettes des reprises aux provisions ;

Tableau 59 : Décomposition du résultat financier (K€)

K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
charges exploitation	216	153	153	160	343	338
pertes de change						4 179
charges sur cessions nettes valeurs mobilières	2 236	3 686	38 766	80 327	3 610	51 560
autres charges		552	499	174	64	230
dotation aux provisions pour risques et charges financiers	376	422	1 488	2 313	2 284	2 877
dotation aux provisions pour dépréciations des placements financiers	1 494	9 894	110 847	8 646	9 731	47 533
impôt sur les sociétés	1 054	752	1 552	6 414	5 046	5 625
écart non expliqué					99	
total charges	5 377	15 460	153 305	98 034	21 177	112 342
revenus des valeurs mobilières de placement	32 804	31 526	49 959	63 078	47 631	59 508
autres produits financiers	72	668	3 224	8 144	7 717	7 409
reprises sur provisions	17 884	2 589	5 743	73 929	21 525	15 294
produit net des cessions de valeurs mobilières de placement	231 519	203 471	221 545	223 678	155 158	62 487
total des produits	282 279	238 254	280 471	368 829	232 031	144 698
Résultat	276 902	222 794	127 166	270 795	210 854	32 356
dotations (-) et reprises (+) de provisions pour dépréciation	16 014	-7 727	-106 592	62 970	9 510	-35 116

Source : CAVP Comptes.

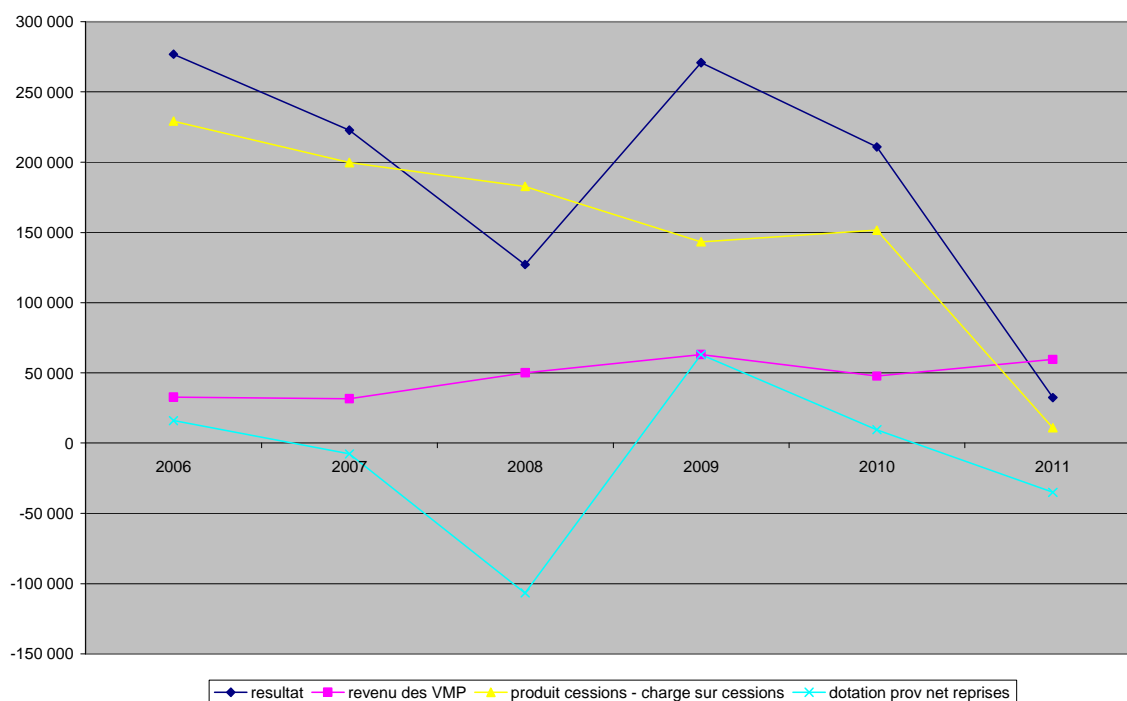
[551] Globalement les trois principales composantes de ce résultat sont les revenus des VMP (qui reflète le revenu tiré du rendement du portefeuille) le produits des cessions de VMP nette des charges (qui reflète les prises de plus-values faites pendant l'année sur le portefeuille) et les dotations aux provisions nettes des reprises qui reflètent l'impact des dépréciations de la valeur des placements (lissé par les règles de provisionnements adoptées pour le régime par capitalisation).

Tableau 60 : Composantes principales du résultat financier

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat	276 902	222 794	127 166	270 795	210 854	32 356
Revenu des VMP	32 804	31 526	49 959	63 078	47 631	59 508
Produit cessions - charge sur cessions	229 283	199 785	182 779	143 351	151 548	10 927
dotation provisions nettes des reprises	16 014	-7 727	-106 592	62 970	9 510	-35 116

Source : CAVP Comptes

Graphique 39 : Composantes principales du résultat financier



Source : CAVP Comptes.

[552] On note l'augmentation de la composante revenu des placements, l'impact des dotations aux provisions sur le résultat de 2008 une partie seulement étant reprise en 2009 et enfin la forte diminution depuis 2009 des plus-values de cessions, cohérente avec la diminution des plus-values latentes constatée par ailleurs.

3. COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES IMMOBILISES

3.1. Composition en valeur d'acquisition

[553] Au 31/12/2011 les titres immobilisés représentent 5,8 Milliards d'euros en valeur d'acquisition.

Tableau 61 : Composition des titres immobilisés en valeur d'acquisition (millions d'euros)

millions euros	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur comptable	4 729	4 974	5 302	5 488	5 704	5 773
Actions cotées	334	325	262	228	202	182
Actions de SICAV	290	361	122	248	400	529
dont SICAV actions	58	64	28	20	21	29
dont SICAV obligataire	30	0	14	114	350	395
dont SICAV trésorerie	192	272	65	110	0	86
FCP	3 970	4 057	4 127	4 031	3 942	3 713
dont FCP dédiés	2 782	3 102	3 607	3 136	3 157	2 724
dont FCP Trésorerie	833	554	389	697	369	549
dont FCP actions	135	95	47	83	185	215
dont FCP obligations	150	191	52	67	129	97
Obligations	135	229	789	980	990	1 178
Autres certificats de dépôts					160	160

Source : Comptes CAVP

[554] Au sein de ce portefeuille les FCP dédiés représentent une part importante qui traduit le poids de la gestion déléguée. Leur part culmine à 68 % année de la crise financière et diminue depuis lors.

Tableau 62 : Part des FCP dédiés dans les titres immobilisés en % de la valeur d'acquisition

2006	2007	2008	2009	2010	2011
59 %	62 %	68 %	57 %	55 %	47 %

Source : Comptes CAVP

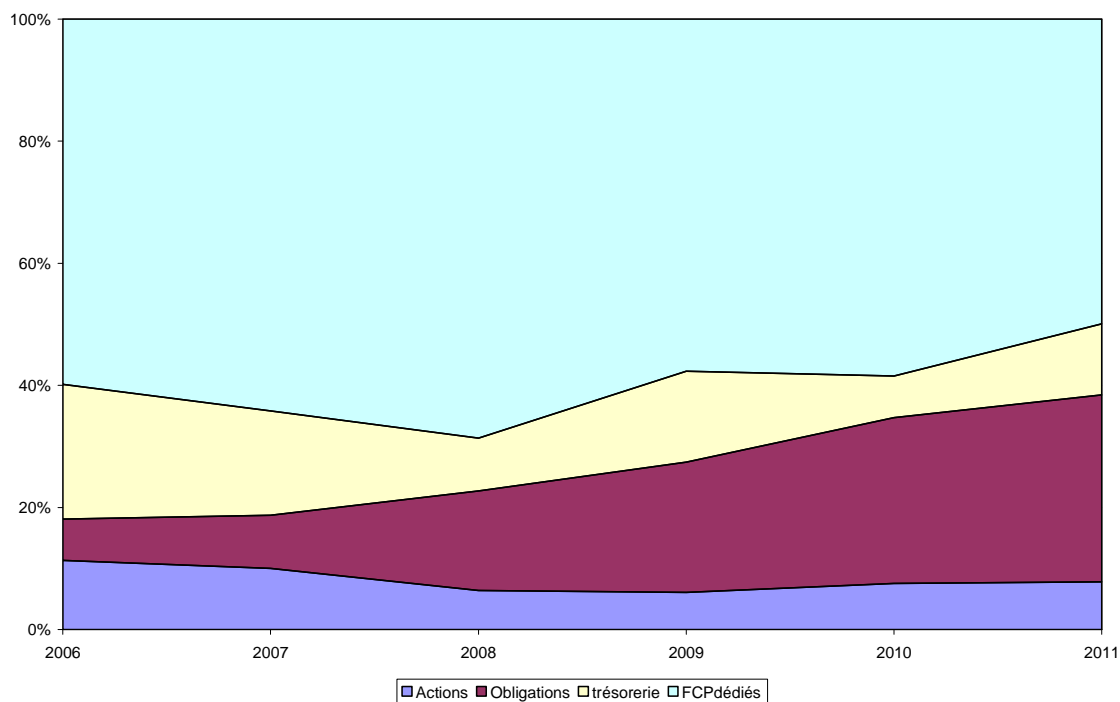
[555] La répartition du portefeuille a évolué pendant la période au profit des obligations.

Tableau 63 : Décomposition des titres immobilisés en grandes catégories (millions euros) valeur achat

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Actions	527	484	337	331	408	426
Obligations	315	420	855	1 161	1 469	1 670
Instruments de trésorerie	1 025	826	454	807	369	635
FCP dédiés	2 782	3 102	3 607	3 136	3 157	2 724

Source : *Exploitation comptes actions = actions cotées + SICAV actions + FCP actions ; Obligations = Obligations détenues + SICAV obligations + FCP obligataires ; instruments de trésorerie = SICAV de trésorerie + FCP de trésorerie*

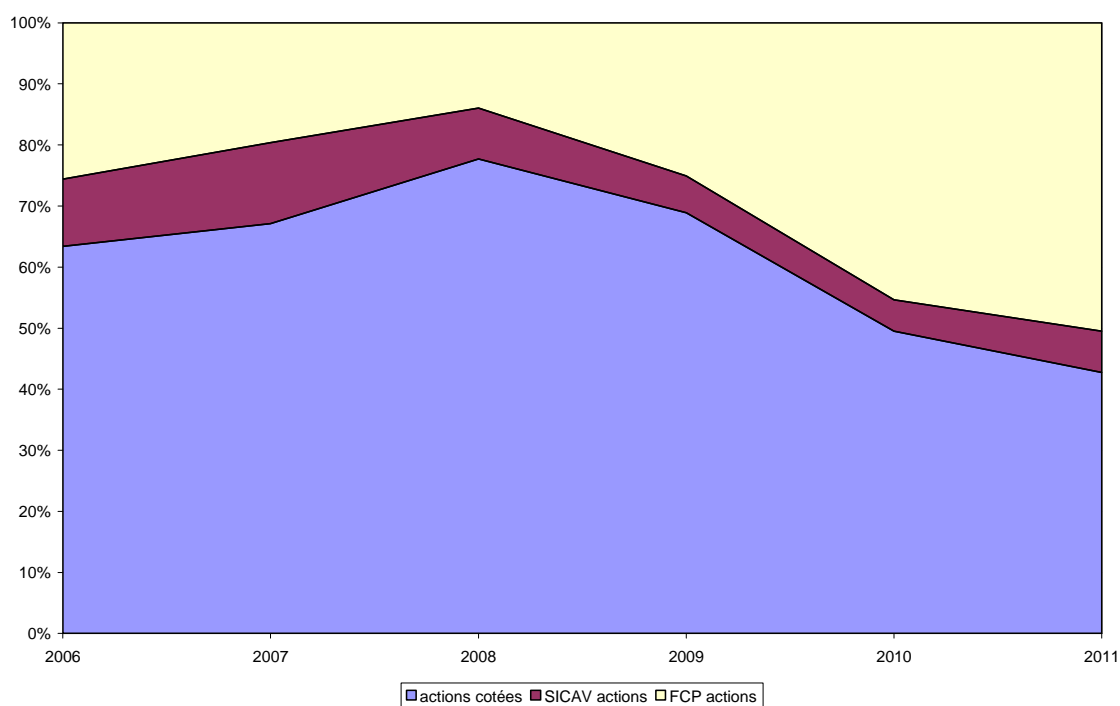
Graphique 40 : Répartition du portefeuille



Source : IGAS d'après comptes CAVP.

[556] Au sein des actions dont la part tend plutôt à baisser, cette baisse se fait au détriment des actions détenues en direct tandis que la part des FCP croît nettement.

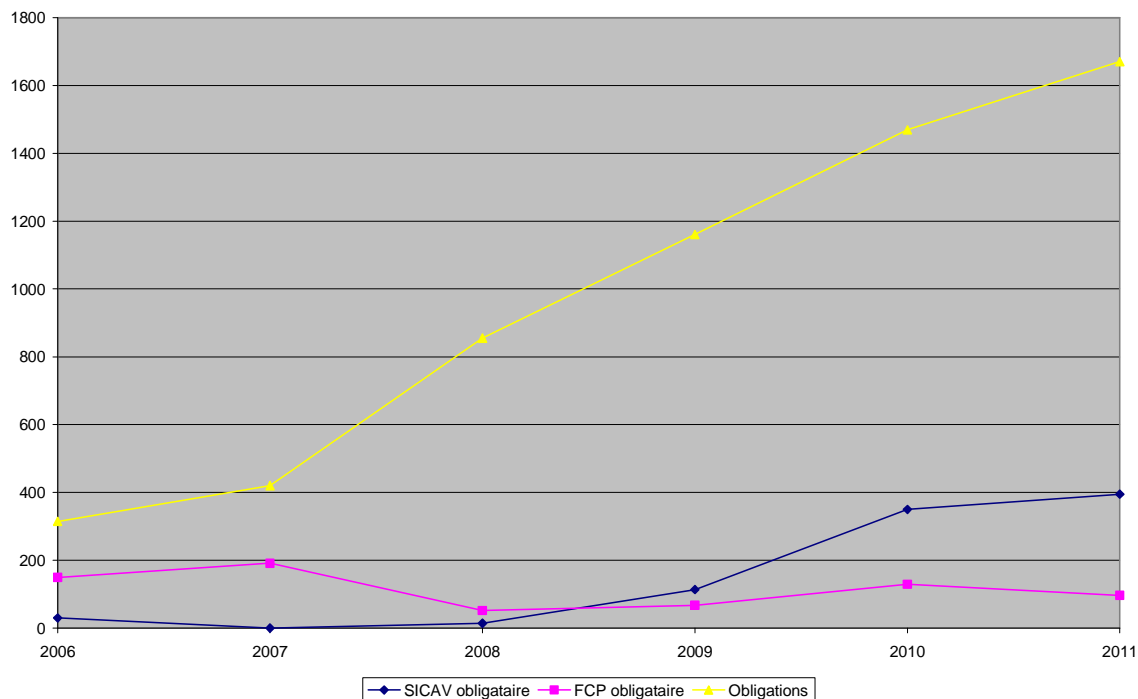
Graphique 41 : Composition du portefeuille « actions »



Source : IGAS d'après comptes CAVP.

[557] Le recrutement en 2008 d'un cadre ayant une longue expérience du marché obligataire explique que l'augmentation de la poche obligataire se fasse au contraire par détention directe

Graphique 42 : Montant des différents produits obligataires



Source : IGAS d'après comptes CAVP.

3.2. Les titres immobilisés en valeur de marché

[558] Le tableau ci-dessous donne l'évaluation des titres immobilisés en valeur de marché au 31/12.

Tableau 64 : Titres immobilisés en valeur de marché au 31/12 millions euros

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	5 210	5 372	5 066	5 685	5 899	5 769
Actions cotées	434	408	192	211	184	156
Actions de SICAV	296	368	105	248	407	527
dont SICAV actions	296					
dont SICAV obligataire	29	0	12	115	358	395
dont SICAV trésorerie	193	273	65	110	0	86
FCP	4 345	4 370	4 007	4 183	4 077	3 695
dont FCP dédiés	3 118	3 401	3 507	3 282	3 265	2 720
dont FCP Trésorerie	839	558	389	697	369	549
Obligations	136	224	762	1 043	1 061	1 220
Autres certificats de dépôts					160	160

Source : Comptes CAVP.

[559] La valeur globale des titres immobilisés a évolué comme suit.

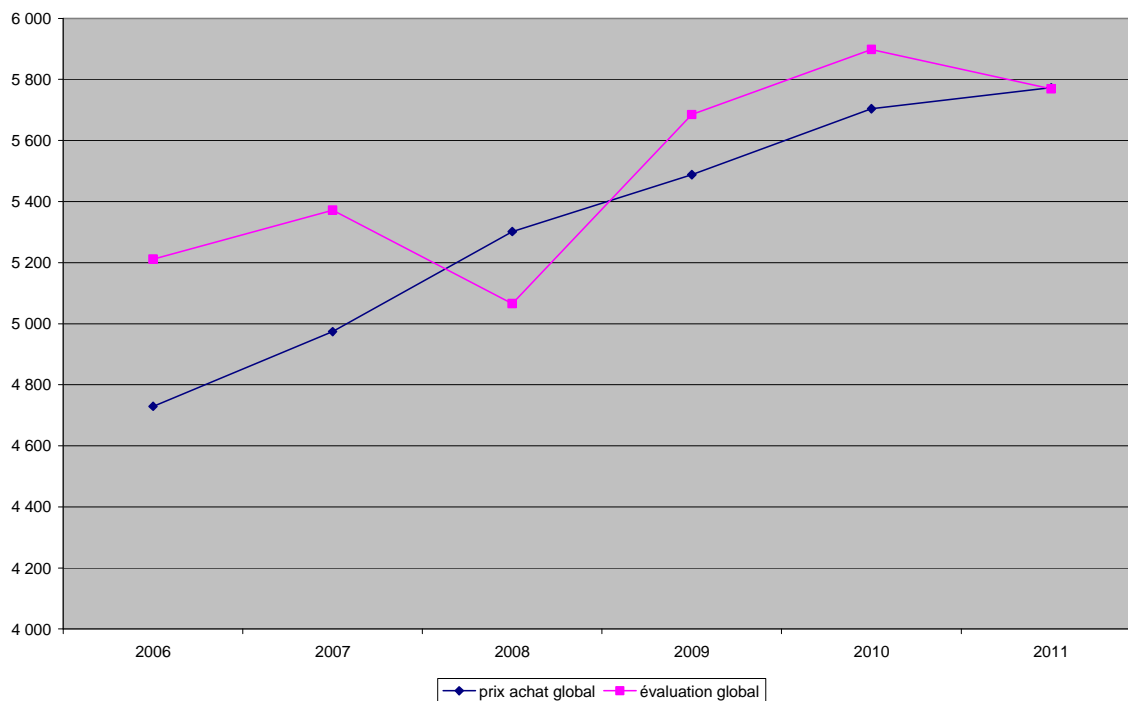
Tableau 65 : Titres immobilisés en valeur de marché et en valeur comptable

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Prix achat global	4 729	4 974	5 302	5 488	5 704	5 773
Evaluation globale	5 211	5 372	5 066	5 685	5 898	5 769

Source : Comptes CAVP.

[560] Le tableau comme le graphique qui en est tiré montrent bien l'impact de la crise de 2008 et dans une moindre mesure de 2011 la première année car la valeur de marché passe en dessous de la valeur comptable la seconde car elle la rejoint.

Graphique 43 : Titres immobilisés en valeur de marché et en valeur comptable



Source : IGAS d'après comptes CAVP.

[561] Le fait que la caisse utilise pour le provisionnement du régime par capitalisation les règles du code des assurances conduit à « lisser » l'impact de ces évolutions puisque les actifs ne sont dépréciés que si la dépréciation est durable.

[562] On a estimé l'impact en comparant de manière globale et non ligne à ligne ce que donnerait une comptabilisation de l'ensemble des titres immobilisés selon les dispositions du PCUOSS c'est-à-dire à la valeur d'achat - les moins values. Cela aurait conduit la caisse à devoir doter une provision pour dépréciation supplémentaires de 268 millions en 2008 et 60 millions en 2011. Ce point n'est pas sans importance le résultat financier de ces exercices étant respectivement de 127 et 32 millions d'euros.

Tableau 66 : Titres immobilisés millions euros

Source		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Relevé détaillé titres immobilisés	prix achat global	4 729	4 974	5 302	5 488	5 704	5 773
	Evaluation globale	5 211	5 372	5 066	5 685	5 898	5 769
	Ecart	482	398	-236	197	194	-4
	Plus values	495	433	150	222	215	135
	Moins values	-13	-35	-386	-25	-20	-139
	prix achat + moins values	4 716	4 939	4 916	5 463	5 684	5 634
Bilan	valeur brute	4 729	4 974	5 301	5 488	5 726	5 773
	Amortissements et provisions	-4	-12	-117	-54	-44	-79
	valeur nette	4 725	4 962	5 184	5 434	5 682	5 694
	dotation dépréciation évitée	9	23	268	-29	-2	60

Source : IGAS exploitation comptes CAVP.

4. ROTATION DU PORTEFEUILLE

[563] Les données comptables ne permettent pas de calculer la rotation du portefeuille faute de la présence d'un tableau classique sur ce sujet.

Recommandation n°48 : Inclure dans les comptes un tableau et un commentaire en annexe sur la rotation du portefeuille

[564] A la demande de la mission la caisse a fourni un tableau correspondant. La mission calculé deux taux de rotation :

- Un rapport le total des acquisitions et cessions à la valeur brute moyenne (somme des valeurs au 31/12 divisée par deux) ; avec cet indicateur un organisme qui a un portefeuille de 100 et le vend et le rachète une fois dans l'année pour bénéficier de la plus value a un taux de rotation de 2
- Un ratio identique en diminuant le total des acquisitions de la variation du portefeuille, ce ratio en retient pas au numérateur les mouvements liés à l'augmentation ou à la diminution du portefeuille il permet d'éliminer l'effet éventuel de réallocations au sein des classes d'actifs à l'intérieur du portefeuille global.

[565] Le taux de rotation est tout à fait différent entre les OPCM monétaires et le reste du portefeuille. On constate une nette augmentation en 2008 et un retour en 2011 à un niveau inférieur à celui de 2006, particulièrement pour les obligations.

Tableau 67 : Taux de rotation

	Total	Obligations	OPCVM obligataires	Actions européennes	OPCVM actions	OPCVM rendement absolu	OPCVM monétaires	Portefeuille hors OPCVM monétaires
2006	1,4	0,4	0,7	1,0	0,6	0,1	4,2	0,6
2007	1,7	0,9	0,5	0,3	0,3	0,7	5,3	0,4
2008	2,6	1,3	1,6	0,3	0,6	0,3	7,1	1,1
2009	1,8	0,4	1,2	0,3	0,7	0,6	5,4	0,9
2010	1,3	0,4	1,0	0,2	0,4	0,3	5,7	0,7
2011	1,1	0,6	0,4	0,4	0,5	0,9	6,8	0,5

Source : Exploitation IGAS données CAVP.

Tableau 68 : Taux de rotation sans prise en compte de la variation du portefeuille

	Total	Obligations	OPCVM obligataires	Actions européennes	OPCVM actions	OPCVM rendement absolu	OPCVM monétaires	Portefeuille hors OPCVM monétaires
2006	1,4	0,2	0,7	0,7	0,6	0,0	4,0	0,6
2007	1,6	0,3	0,5	0,3	0,3	0,7	5,2	0,4
2008	2,6	0,2	1,5	0,1	0,3	0,0	7,0	1,0
2009	1,8	0,2	1,0	0,2	0,6	0,4	5,1	0,8
2010	1,3	0,2	0,9	0,1	0,2	0,1	5,0	0,6
2011	1,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,7	6,3	0,5

Source : Exploitation IGAS données CAVP.

Annexe 5 : Comptabilité et contrôle interne

[566] La caisse a indiqué qu'il n'y avait eu ni contrôle de la cour des comptes ni audit externe pendant la période sous revue, elle n'a pas fait état de liens avec la Mission Nationale de Contrôle autres que la transmission des délibérations du conseil.

1. LES PRINCIPES COMPTABLES ET LES REFERENTIELS ASSOCIES

1.1. La caisse utilise un autre référentiel comptable que le PCUOSS

[567] La CAVP est soumise au plan comptable unique des organismes de sécurité sociale (PCUOSS⁴⁸). Pourtant elle s'inspire, pour le régime complémentaire par capitalisation, du référentiel comptable applicable aux sociétés d'assurance, mutuelles et institutions de prévoyance (avis 2002-F du 18 décembre 2002 du conseil national de la comptabilité) sur deux points :

- pour les règles applicables à la valorisation des titres détenus (provisions pour dépréciation à caractère durable) ;
- **en comptabilisant des « provisions mathématiques », sans appliquer l'ensemble des règles comptables appliquées par les assureurs.**

[568] Ces points sont très clairement indiqués dans les notes qui accompagnent les comptes. Les diverses dispositions « prudentielles » sont par ailleurs inscrites dans les statuts de la CAVP.

[569] S'agissant du provisionnement des moins-values des placements, la caisse considère en effet, qu'il n'y aurait pas vraiment de sens de déprécier à partir du premier euro (ce qui amènerait à constater des variations importantes de provision au cours du temps) alors que la politique menée conduit à porter les titres à long terme.

[570] Cette dérogation au PCUOSS est faite au titre de l'image fidèle et l'agent comptable a indiqué pour ce faire s'appuyer sur le « paragraphe « 3.1.2.2 » du Guide d'Application du Plan Comptable Unique des Organismes de Sécurité sociale (p 359) relatif aux règles propres à l'organisme qui autorise à déroger à certaines méthodes comptables à condition de le justifier en annexe et en tant que cela contribue à améliorer l'image fidèle des comptes :

« Une présentation succincte des règles de reconnaissance et d'évaluation des principaux types de charges et produits, actifs et passifs composera cette note ; on explicitera notamment les faits générateurs ainsi que les modalités d'estimation comptable (modes et durées d'amortissements, taux...) et les hypothèses utilisées qui ont une incidence significative sur les comptes, notamment concernant les modes de calcul des provisions statistiques, des produits à recevoir ou des charges à payer (paramètres retenus : taux,...).

Il est recommandé que la présentation des règles comptables suive l'ordre des postes du bilan et du compte de résultat.

Les dérogations aux méthodes comptables doivent être décrites et justifiées (cf. le règlement sur les actifs CRC 02-10, CRC 03-07 et CRC 04-06). Il est rappelé que les dérogations ne sont admises que s'il peut être démontré que l'application des principes ne conduirait pas à refléter une image fidèle des opérations.

⁴⁸ Le PCUOSS est le référentiel comptable applicable aux organismes de sécurité sociale conformément à l'article L114-5 du code de la sécurité sociale. Fondé sur le plan comptable général applicable aux entreprises du secteur privé moyennant des adaptations de portée limitée destinées à tenir compte de la spécificité des organismes de sécurité sociale, il a été appliqué à partir de l'exercice 2001 lorsque les organismes de sécurité sociale ont adopté un système de comptabilité d'engagement et abandonné le système de comptabilité antérieur en encaissements / décaissements. Les évolutions du PCUOSS font l'objet d'un avis préalable du Conseil de normalisation des comptes publics créé en 2009.

Cette note a vocation à être très détaillée ».

- [571] Sur ces derniers points les investigations menées conduisent la mission à considérer que cette note n'est pas suffisamment détaillée en particulier car elle ne précise pas les effets des dérogations sur le résultat (cf. infra)

1.2. Toutefois l'utilisation de ce référentiel n'est que partielle

- [572] Certaines « provisions techniques » sont reprises dans leur principe (provision mathématique, provision pour frais de gestion) mais le détail du calcul est laissé à l'appréciation de la caisse (choix des paramètres), ce qui n'est pas le cas dans le plan comptable assurance.

- [573] De plus, tous les mécanismes prudentiels ne sont pas repris. Ainsi la réserve de capitalisation (qui vient absorber les moins values obligataires ou stocker les plus-values sur ces mêmes titres) qui est la contrepartie de l'absence de dépréciation des titres obligataires n'est pas utilisée. De même, le mécanisme de la PRE (provision pour risque d'exigibilité) qui vient constater la moins value latente globale sur le portefeuille (hors obligation) n'est pas prévu (même si compte tenu des plus-values latentes sur l'immobilier, la PRE ne serait pas dotée). De même sont absentes les provisions pour aléas financiers et les dispositions concernant la participation au bénéfice et les taux garantis ex ante.

- [574] Si le PCUOSS ne donne pas une image fidèle, les choix retenus ne pallient pas ce point. En l'absence de cadre, les choix faits par la caisse sont subjectifs au risque de biaiser l'image donnée. Le bilan d'un assureur proposant la même garantie ne présenterait ni les mêmes provisions ni les mêmes montants pour ce qui est des provisions communes. De plus, il convient de préciser que le plan comptable assurance vise à donner une image plus prudente que fidèle (à la réalité économique). Par ailleurs lorsque les assureurs seront assujettis à Solvabilité II⁴⁹ (plus grande liberté dans les modalités de constitution de provisions, évaluation des actifs en valeur de marché,...) la caisse sera confrontée à une technicité bien supérieure.

- [575] Par ailleurs les opérations comptables afférentes à ces spécificités ne sont pas maîtrisées par le service comptable qui ne dispose pas de schémas comptables ou de procédures expliquant comment traiter ces opérations spécifiques.

- [576] Au total, la question n'est pas d'abord celle du plan comptable applicable mais de la nature du régime de retraite complémentaire. Contrairement à ce qui est présenté dans les documents produits par la CAVP, il n'y a pas un régime par répartition et un régime par capitalisation mais un régime unique qui comporte une partie obligatoire et des classes facultatives pour lesquelles la caisse souhaite provisionner ses « engagements ». A moins que la caisse souhaite séparer les éléments du régime pour « transférer » les classes facultatives vers un organisme d'assurance soumis aux règles et aux contrôles afférents, elle doit tirer les conséquences de son activité d'organisme de sécurité sociale. Cela veut dire d'une part appliquer le PCUOSS et d'autre part calculer en annexe les engagements qu'elle a pris au titre des classes facultatives et les dispositions prudentielles qu'elle prend pour en assurer la tenue.

- [577] En l'absence d'un référentiel directement applicable le travail fait par la caisse devra être audité de manière spécifique et de manière régulière.

1.3. Plus que partielle, l'utilisation de ce référentiel est inadaptée et ne saurait être employée autrement qu'à des fins de pilotage technique

- [578] Il est fondamental de prendre la pleine mesure des conséquences de telles dérogations au PCUOSS et de l'inscription dans les statuts de la caisse de références à des notions telles que : « taux techniques », « revalorisations » ou « provisions techniques ». La CAVP confond ici son pilotage technique du régime avec sa comptabilité.

⁴⁹ Directive 2009/138/CE du parlement Européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II)

- [579] Du fait des particularités de l'activité d'assurance, les organismes pratiquant cette activité sont soumis à un plan comptable spécifique⁵⁰. Loin d'être contradictoires ou inopérants, les principes fondamentaux de la comptabilité sous-tendent (à quelques dérogations près) ces dispositions spécifiques.
- [580] Le fondement de ces particularités tient à la réalité juridique des engagements donnés aux assurés -engagements sur lesquels la compagnie d'assurance ne peut revenir- et à l'inversion du cycle de production que connaît l'assurance : les primes d'aujourd'hui sont destinées à payer les prestations de demain. Le principe de prudence impose ainsi que tous les engagements donnés par un organisme d'assurance soient provisionnés prudemment.
- [581] La CAVP n'est pas dans cette situation dans la mesure où elle n'est pas engagée sur des montants garantis, et qu'il lui reste loisible de modifier le montant des cotisations ce que ne peut faire un assureur *a posteriori*. Aussi, tous les mécanismes prudentiels mentionnés dans ses statuts n'ont pas de sens ainsi transposés. Un taux d'intérêt garanti (dénommé « taux technique » par la CAVP, par confusion avec le taux qui, en assurance, permet d'égaliser les valeurs actuelles probables des engagements de l'assureur et de l'assuré) signifie que l'organisme s'engage à revaloriser les sommes versées à ce taux et qu'en conséquence le rendement des actifs en représentation des engagements doit être supérieur à ce taux. La CAVP n'étant pas engagée, la notion de « taux technique » n'a pas de sens. Il en va de même des autres considérations prudentielles puisque ces dernières sont fondées sur la notion de « taux technique » et d'engagement. En particulier, les provisions techniques qui matérialisent la créance de l'assuré sur l'assureur ne sauraient avoir la même signification ici.
- [582] S'il est de bon augure que le pilotage technique du régime soit guidé par des principes actuariels prudents s'inspirant de ce qui peut se pratiquer dans l'univers de l'assurance privée, il en va différemment de la comptabilité et de l'information donnée aux affiliés. Considérer des « comptes individuels de capitalisation⁵¹ » reflétant la valeur des sommes versées par chaque affilié revalorisé d'une partie des produits financiers mis en réserves est une fiction permettant d'aborder le pilotage technique et ne saurait interférer avec la comptabilité.
- [583] **Par conséquent, l'essence même de ce qui justifie le caractère dérogatoire du plan comptable assurance au plan comptable général ne se retrouve pas dans l'activité de la CAVP, à savoir la promesse ferme et contractualisée d'engagements de retraites assortis de clauses de participations aux bénéficiaires, permettant éventuellement la revalorisation des montants de retraite garantis.**

Recommandation n°49 : : Modifier les statuts afin de distinguer les mesures qui relèvent du pilotage de celle impactant la comptabilité.

Recommandation n°50 : Afin d'améliorer l'information des affiliés, utiliser un vocabulaire précis et adéquat. En particulier, il convient de supprimer les références aux "engagements", "taux réglementaire", "provisions techniques" donnant une image trompeuse : la caisse n'est pas engagée et la réglementation des taux techniques n'est pas applicable à la CAVP.

Recommandation n°51 : Appliquer le PCUOSS et documenter en annexe les impacts de la présence de classes facultatives.

⁵⁰ La comptabilité des organismes pratiquant l'assurance est régie par un plan comptable spécifique à cette activité et quasiment identique pour les organismes des trois codes. Sous réserve des dispositions particulières prévues dans le Code des assurances, dans le titre III du livre IX du Code de la Sécurité sociale ou dans le règlement CRC n°2002-06, la plupart des dispositions du Code de commerce et du PCG sont applicables, directement ou par recopie (mutuelles), aux organismes soumis au contrôle.

⁵¹ Article 23 des statuts de la CAVP.

[584] L'article 31 des statuts prévoit s'agissant des provisions techniques « Les provisions constituées couvrent à tout moment l'intégralité des engagements à l'égard des affiliés. Les provisions techniques sont calculées chaque année par un actuair indépendant et certifiées par l'auditeur externe de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens ». Les investigations menées par la mission auprès de l'auditeur financier montrent (cf. infra) que cette certification se limite à constater l'existence de ces travaux et ne comporte pas de travaux de vérification.

Recommandation n°52 : Inclure dans la mission de commissariat aux comptes des travaux actuariels permettant de réellement valider les hypothèses et contrôler les calculs de l'actuaire indépendant

1.4. Imputation du portefeuille aux titres immobilisés

[585] A l'exception des actifs liés à la gestion de trésorerie courante qui sont imputés dans les valeurs de placement, la totalité du portefeuille de la caisse est imputé dans les titres immobilisés.

[586] L'argument donné pour justifier ce choix d'imputation est que le portefeuille est globalement destiné à être conservé même si à l'intérieur il y a des titres qui font l'objet d'acquisition et de cessions.

[587] Ayant constaté dans une précédente caisse non soumise au PCUOSS contrôlée que les placements étaient comptabilisés en valeur mobilières de placement la mission a demandé à l'agent comptable les bases réglementaires de l'affectation retenue, ce qui a été fait et n'appelle pas d'observations.

[588] L'auditeur externe a indiqué que le classement en titres immobilisés ; s'explique par le fait qu'il s'agit d'éléments moins liquides, destinés à être conservés, où les désinvestissements sont compensés par des réinvestissements, en l'absence de besoins de liquidités. Par ailleurs les allers et retours faits pendant l'année sont destinés à dégager de la plus value et du résultat, sans remettre en cause la vocation de conservation à long terme.

[589] Ce classement n'a pas d'implication sur le résultat il correspond à la logique du bilan et aussi au PCUOSS, il est fait de même dans les autres caisses de la CNAVPL selon l'auditeur financier de la caisse.

[590] A cet égard on notera que ce choix conduit à ne pas établir un tableau des acquisitions et cessions qui est habituellement fait pour les VMP en annexe aux comptes et qui donne une indication frustrante sur les taux de rotation. La caisse est en mesure de le faire et elle l'a aisément fourni à la mission. Cette information pourrait figurer dans les annexes des comptes.

1.5. Engagements hors bilan

[591] Les engagements pris s'agissant des FCPR ne sont pas inclus dans les engagements hors bilan.

Recommandation n°53 : Incrire les engagements au titre des FCPR dans les engagements hors bilan.

2. LE SYSTEME D'INFORMATION COMPTABLE

[592] La CAVP utilise le progiciel HARMONY, il n'y a aucune interface en amont avec des données du service financier, les données sont saisies manuellement, ce qui présente toujours un risque, dans le logiciel comptable.

[593] Pour les opérations autres que la trésorerie journalière en même temps que la saisie dans le progiciel comptable est mis à jour un fichier Excel® qui donne la valeur hors frais d'acquisition du portefeuille, fichier dit « portefeuille comptable ».

3. S'AGISSANT DES PLACEMENTS LE CONTROLE INTERNE N'EST PAS MIS EN PLACE

3.1. *La commission de contrôle du conseil d'administration a été supprimée en 2007*

[594] La commission de contrôle du CA a été supprimée en 2007. Ses investigations telles que décrites par l'agent comptable alors en poste, et confirmées par les comptes rendus établis étaient limitées : remise de l'inventaire du portefeuille au 31/12 et apport des justificatifs sur une dizaine de lignes tirées au hasard (cf. annexe gouvernance).

3.2. *Tableau ventilation placement selon la nomenclature du décret de 2002*

[595] Ce tableau est construit par le service financier et « vérifié » à l'agence comptable par un agent qui « pointe » les opérations. Alors qu'il avait été indiqué dans les premiers entretiens que cela conduisait l'agent à vérifier ligne par ligne l'imputation dans la case réglementaire de chacune il est apparu lors des entretiens postérieurs que la vérification ne porte que sur l'imputation comptable. Ce tableau n'étant pas vérifié par l'auditeur financier il est établi par le seul service financier sans aucune supervision.

Recommandation n°54 : **Mettre en place une procédure de contrôle interne du tableau de ventilation des placements selon la nomenclature du décret 2002 et le faire auditer par le commissaire aux comptes recommandé (ou à défaut par l'auditeur financier).**

3.3. *La mise en place d'un contrôle interne n'a pas concerné les placements*

3.3.1. **Les procédures propres à la caisse sont inexistantes et les placements ont été exclus de la démarche de contrôle interne**

[596] Il a été indiqué à la mission qu'une cartographie des risques a été effectuée en 2010 (mais non fournie par la caisse) dans le cadre de la mise en place d'un contrôle interne demandé par la CNAVPL. **Ce contrôle que la mission n'a pas audité ne couvre pas la partie placement. Cela peut paraître curieux au regard des sommes en jeu mais montre bien l'origine externe et imposée de la démarche.**

[597] La mission n'a pu obtenir de description des procédures de travail et des contrôles qu'elles comportent tant au service financier qu'auprès de l'agence comptable, en dépit de demandes répétées sous de multiples formes. Pourtant l'article 3 du règlement financier précise que : « **la CAVP met en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités et de s'assurer du respect de la réglementation et des dispositions déontologiques du présent Règlement.** »

[598] Par ailleurs, le règlement financier comporte une partie intitulée « Manuel de procédures » tenant en 8 pages. Cette partie énonce les rôles et attributions, en matière de placements financiers, du service financier, du service comptable, du conseil d'administration, du bureau exécutif et de la direction. 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 –les procédures– n'est pas précisée dans cette partie.

[599] Le comptable n'a pas établi de plan de contrôle en général s'agissant des placements.

[600] De ses différents échanges avec les personnes rencontrées et de l'absence de documents fournis la mission a déduit qu'il n'existe pas de procédure **écrite** traitant du contrôle de l'activité de placement ou de la vérification des dispositions du décret de 2002. Compte tenu de la nature de ce constat elle en a demandé une confirmation par courriel obtenue par un courriel du 6 juillet 2012 du directeur des investissements qui précisait que « *ces documents [Décret du 25 Octobre 2002, Règlement financier, Adaptations du règlement financier, Délégations du conseil d'administration], ensemble, constituent les procédures de placement de la CAVP.* »

[601] Il n'y a donc:

- aucune analyse formalisée des risques de contrôle interne liés aux placements financier;
- aucune procédure de contrôle interne définissant comment les couvrir;
- aucune définition formalisée des modes de travail des agents chargés des placements : organisation des réunions de travail, nature des travaux à effectuer, étapes à respecter avant de mettre en œuvre une décision d'achat ou de vente, contrôles à opérer sur les frais ou le contenu des fonds etc... ;
- aucune définition d'outils de suivi interne pouvant faire l'objet d'un suivi collectif à quelque moment que ce soit ;
- aucune liste compilant les tableaux ou analyses qui seraient éventuellement produits et utilisés pour analyser l'activité (le tableau de suivi de l'ALM qui nous a été fourni rentrerait dans cette catégorie par exemple);
- les modalités de travail comme par exemple les documents signés que nous avons pu voir ne seraient que le fruit d'habitudes de travail mais ne sont transcrites nulle part ;
- en particulier la nature des contrôles faits par l'agence comptable n'est formalisée dans aucun document, il n'est possible de fournir un document définissant ce que fait l'agence comptable et sur quoi sont fondés les contrôles dont l'agent comptable fait état dans son rapport.

[602] Précisément saisie de ces points la caisse a répondu « *Effectivement il n'existe pas à ce jour de procédure écrite au sens ou vous l'entendez. Nous avons toujours considéré que le Règlement financier, l'adaptation et le décret de 2002 constituaient des documents suffisants* »

[603] A cet égard la caisse aurait intérêt à prendre contact avec d'autres caisses contrôlées qui mettent en place ou ont mis en place un contrôle interne car les documents précités ne constituent pas des « documents suffisants ». Dans un premier temps ce point devrait par ailleurs faire l'objet d'investigations spécifiques de l'auditeur financier.

Recommandation n°55 : Etendre la démarche de contrôle interne aux placements financiers.

Recommandation n°56 : En l'attente de l'existence d'un CAC faire porter les investigations de l'auditeur financier sur ce point.

3.3.2. Les outils dont se prévaut la caisse ne compensent pas comme elle l'indique les risques liés à l'absence de contrôle interne

[604] La caisse se prévaut d'autres outils « *Cependant, nous tenons à préciser que les documents de travail interne existent couvrant tous les risques que vous identifiez :*

- *suivi de l'ALM et des ratios de décret de 2002. Calcul des TRI et benchmarking des allocations stratégiques.*
- *Mise en place de fonds dédiés à la gestion des risques financiers (CCR Macro couvertures).*
- *Suivi des performances des fonds sur plusieurs horizons de temps, par rapport à un benchmark, un univers de fonds (nous utilisons Europerformance), suivi de la volatilité, ratio de sharpe ; Tracking Error, ratio d'information... documents que nous vous avons fourni.*
- *Comité de marché instance ou sont prises les décisions d'investissement, ou sont discutés les scénarios macro-économiques et les risques spécifiques et ou est assuré le debriefing des visites des sociétés de gestion ». »En conclusion, si la forme nous paraît devoir être revue ou précisée toutes les analyses de risque et même au-delà de celles que vous avez citées sont effectuées ».*

[605] Ce raisonnement n'est pas acceptable et montre au contraire l'ampleur du chemin à accomplir :

- On ne peut apprécier la pertinence des outils sans avoir fait une analyse des risques ;
- Le suivi de l'ALM qui, en dépit de largement marges de manœuvre liées à l'allocation tactique n'est pas respectée sur une large partie de la période ne garantit en rien contre les risques spécifiques à chaque fonds (respect de l'univers d'investissement, des règles de dispersion,) ;
- Il en va de même du suivi des ratios du décret de 2002, compte tenu du non respect par les fonds des règles qu'il comporte d'une part, de son mode d'établissement d'autre part (cf. supra) ;
- Les suivis de performance ne sont pas un outil de contrôle interne des risques ;
- La mission a revu les comités de marché cette revue ne conduit pas à considérer que ces comités soient le lieu d'une analyse des risques et de la vérification de contrôles.)

3.3.3. C'est particulièrement le cas du suivi des anomalies effectué par les dépositaires

[606] La mission a audité l'utilisation faite des remontées d'informations des deux dépositaires (CACEIS et BNP) qui pratiquent des contrôles sur le respect par les fonds dédiés des dispositions contractuelles et réglementaires.

[607] Cet audit est, en particulier, justifié par le fait que les rapports faits au conseil d'administration par l'agent comptable indiquent que celui-ci, s'agissant des placements, effectue les contrôles suivants :

- « *suivi et centralisation des fiches d'alertes sur la performance des OPCVM* »
- *suivi des anomalies détectées par CACEIS (contrôle de la régularité des fonds dédiés) »*

[608] **La mission a audité la mise en place de ces contrôles et a donc demandé à l'agence comptable de lui fournir les éléments étayant l'existence et la documentation de ces contrôles.**

[609] Il lui a été fourni des classeurs dans lesquels sont rangés des impressions papier de ces documents sans aucune trace d'un contrôle, si ce n'est en début de période un paraphe porté sur certains d'entre eux sans que la nature du « contrôle » effectué ne soit précisée ; aucune information sur le contenu de ce « contrôle » n'a pu être obtenue, ni de la nouvelle agent comptable, ni du fondé de pouvoir qui a indiqué ne pas y avoir été associé. Les relevés inclus dans les classeurs ne sont pas exhaustifs (manquent par exemple juillet et août 2008). Ces classeurs ont été exploités pour la période 2006-2010.

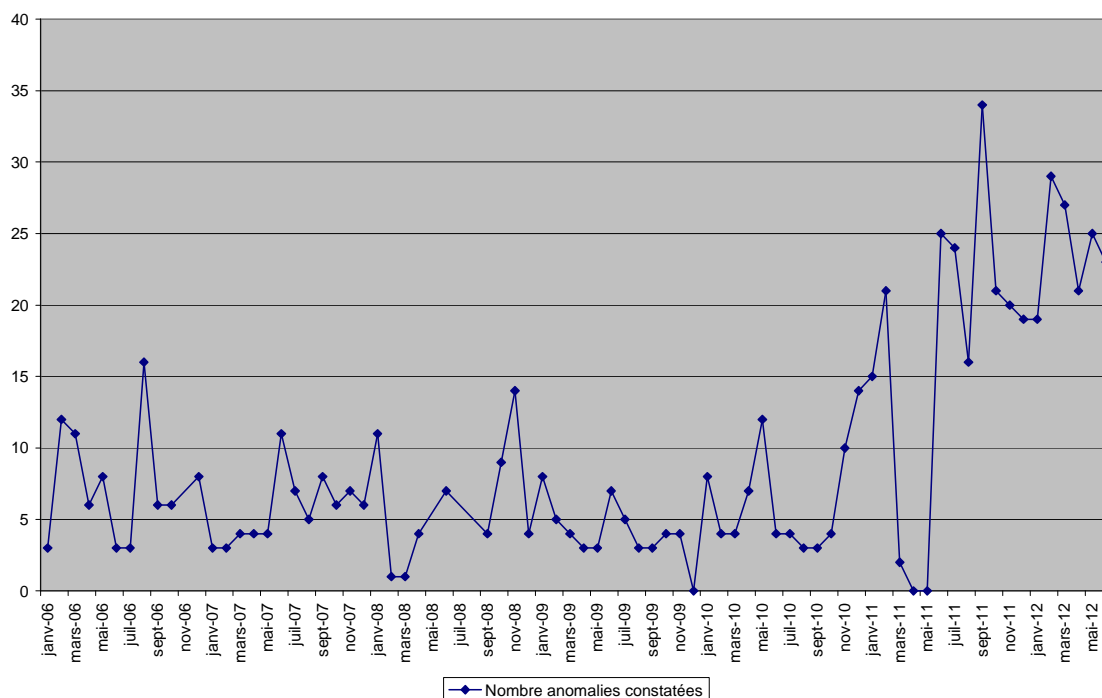
[610] Les relevés du premier trimestre 2011 sont soit manquant soit inexploitables car la colonne donnant l'intitulé de l'anomalie est trop étroite pour que celle-ci soit lisible ; la mission a demandé à obtenir les tableaux Excel originaux ce qui n'a pas été possible.

[611] En effet l'agence comptable conserve les *reporting* CACEIS dans des classeurs mais ne conserve pas les fichiers électroniques reçus « *nous les imprimons et les archivons dans nos classeurs* ». Le service financier ne les conserve que pendant six mois et n'a donc pas pu fournir les fichiers de l'année 2011. Une analyse globale n'est pas possible pour 2011.

[612] A compter de mars 2011 le dossier fait apparaître la trace sporadique de rappels aux fonds mais aussi une demande à CACEIS de « mise en attente » de l'anomalie « *émetteur investi dans des titres notés moins que BBB+* » pour FORTIS PHARMA OBLIG et PHARMA PAROBLIG car « *nous avons donné au gestionnaire une autorisation temporaire de détention de titres émis par la Grèce* ».

[613] L'exploitation des données montre une augmentation du nombre des anomalies constatées pendant le mois au cours de la période.

Graphique 44 : Nombre anomalies constatées pour les mois disponibles



Source : Exploitation IGAS documents CAVP.

- [614] L'exploitation des données montre le non respect des dispositions des conventions et prospectus pendant des périodes prolongées.
- [615] Sur la période février 2008-juin 2012, soit 53 relevés mensuels, le fonds PHARMA Sélection AE ne respecte pas son ratio de 60 % d'actions européennes 43 fois, soit dans 81 % des cas, dans 36 cas, soit 68 %, il est inférieur à 40 %. Sur la même période ce fonds dépasse son seuil de 10 % d'émissions hors zone euro de 10 % dans 26 cas (soit 49 %) ; ce pourcentage s'établit dans une fourchette 28-49 %, le dépassement n'est donc pas mineur.
- [616] Le fonds Pharma sélection AI dépasse son pourcentage maximum d'exposition au change entre novembre 2009 et mars 2010 (11,3-12,9 %) et de janvier à juillet 2011 (15-16 %).
- [617] Le fonds pharma sélection OE dépasse sa limite maximale de 10 % de valeurs hors zone euro entre février 2010 et juillet 2011, soit un an et cinq mois, son exposition varie de 12,6 % à 37,6 % ; la moyenne des taux est de 29 %.
- [618] Si on examine la situation au 30 juin 2012 des fonds dont le dépositaire est CACEIS :
- le fonds DRESNER Pharma 1 dépasse son seuil de placements monétaires depuis le 25/4/2011, soit quatorze mois ;
 - depuis le 23/4/2010, soit plus d'un an, le fonds INDOPHARMA OBLIMONDE a recours à des « cessions de titres en garantie » non autorisées (« mises sur prise en pension ou titres pris en pension vendus ») ;
 - le même ne respecte pas sa fourchette de placement en zone euro depuis le 26/2/2012
 - PHARMA France géré par BNP Paribas est investi de manière non autorisée en titres BNP depuis le 31/7/2011 soit un an ;
 - PHARMA PAROBLIG (même gestionnaire) est investi dans des titres ne respectant pas le minimum de rating depuis le 18/3/2012 ;
- [619] Au total, en dépit du peu de contraintes que la caisse fait peser sur ses fonds dédiés ces dernières ne sont pas toujours respectées; sans que ce point soit formellement suivi.

[620] On notera par ailleurs que les contrôles traitent à la fois du respect de la réglementation applicable aux OPCVM et des clauses contractuelles : il est possible de demander au dépositaire la vérification des diverses dispositions du décret de 2002, voire d'imposer les restrictions supplémentaires que la caisse jugerait nécessaires.

Recommandation n°57 : Documenter les contrôle opérés par CACEIS et vérifier formellement qu'ils correspondent à ceux prévus par le prospectus et la convention ; si la caisse ne peut le faire confier leur audit au commissaire au compte ou à l'auditeur financier.

Recommandation n°58 : Définir les modalités d'utilisation de ces données et leur contribution au contrôle interne.

Recommandation n°59 : Constituer une base de donnée des anomalies constatées (ou la demander à CACEIS) et l'exploiter pour analyser la performance des gérants en matière de conformité.

Recommandation n°60 : Documenter les non respects supérieurs à 30 jours et s'ils sont acceptés en documenter l'acceptation à un niveau hiérarchique approprié.

4. LES COMPTES SONT AUDITES MAIS NON CERTIFIES

[621] La CAVP n'est pas soumise à l'obligation d'avoir un commissaire aux comptes. Un auditeur externe fait des travaux qui sont identiques ou très comparables à ceux d'un commissaire aux comptes dans leur contenu comme dans leur organisation et rend un rapport. Les documents ainsi produits ne sont toutefois pas des comptes certifiés avec les obligations et les garanties que cela comporte.

[622] Il est à noter que la nouvelle agent comptable travaillait auparavant dans le cabinet qui assure l'audit externe des comptes de la CAVP.

[623] Ce cabinet intervient depuis 1997 soit quinze ans.

Recommandation n°61 : Faire certifier les comptes et mettre en concurrence cette mission de certification.

[624] La mission a eu un entretien avec l'associé en charge de la CAVP et a examiné les dossiers de travail pour les exercices 2006 à 2011. Elle a pris copie de la note de synthèse de la mission 2011 et du rapport de synthèse sur les travaux réalisés lors de la mission d'intérim 2011.

[625] L'intervention porte sur l'ensemble des régimes et se fait en deux phases : intérim (sept décembre) et contrôle bilanciel (janvier février mars) soit environ 400h annuelles ; elle concerne le contrôle interne et la révision des comptes.

[626] S'agissant de l'activité immobilière, les investigations sont les suivantes :

- contrôle opérations, immeuble par immeuble, valorisation, amortissement, loyers perçus dus et charges afférentes et on valide le résultat par immeuble
- Placements
 - contrôle des existants au 31/12 avec les relevés des intermédiaires financiers, valorisation sur les différentes lignes avec le respect des règles relatives au niveau de dépréciation : nombre de titres et valorisation comptable du dépositaire et si possible cote et examen sur la période des règles de dépréciation ex six mois ;
 - ponctuellement sur des titres à la limite ou risques éventuels si une dépréciation spécifique hors règle habituelle ;
 - L'auditeur dispose des rapports des CAC des fonds dédiés ; la mission n'a pas compris qu'il y avait un contrôle systématique de la vérification par eux des frais supportés par le fonds ;

- Des sondages sur les achats sont pratiqués et surtout sur les ventes de titres sur période intérimaire ainsi que les opérations de janvier ; l'auditeur à partir des avis d'opération vérifie et valide les +/- values de cession et répartition entre les régimes ;
- L'auditeur valide les intérêts courus sur obligations à la clôture ;
- Les surcote/décote sont calculée en interne par l'actuaire avec une méthode linéaire ;
- L'auditeur valide le calcul de l'impôt.

[627] La description des travaux effectués sur les capitaux propres montre que l'audit financier contrôle la concordance des PM avec le rapport de l'actuaire mais n'en vérifie pas le calcul.

Travaux effectués sur les capitaux propres
 Etablir le détail du poste au 31/12 et point le solde des comptes à la balance générale
 Vérifier l'affectation du résultat
 Contrôler les variations de l'exercice et leur justification
 Contrôler les règles retenues pour effectuer les ajustement des réserves et provisions mathématiques
 Contrôler la concordance avec le rapport de l'actuaire

[628] L'auditeur externe a indiqué que le contrôle interne concerne « plus souvent » la partie techniques cotisations prestations sur le plan financier. Il lui est arrivé « *de regarder les états de reporting mais pas depuis plusieurs années* ».

[629] Par ailleurs le dossier montre que l'auditeur est parfaitement informé de l'absence de contrôle interne sur les placements ce qui est documenté dans les missions d'intérim ; celles-ci relèvent la faiblesse générale du contrôle interne : ainsi en 2011 « Les procédures ne mentionnent pas assez les contrôles à réaliser. Elles font principalement la description des tâches à réaliser. Elles n'ont fait l'objet d'aucune mise à jour (ou très peu) depuis 2008 alors que de nombreuses taches ont été modifiées ». L'absence de contrôle interne en matière de placement est elle aussi documentée.

Recommandation n°62 : Faire porter l'accent sur le contrôle interne des opérations de placement lors de la prochaine mission

[630] Le portefeuille et l'immobilier représentent environ 1/3 des travaux. Compte tenu des investigations décrites la mission estime que l'essentiel de cette charge porte sur l'immobilier.

[631] Le tableau de classement dans les catégories réglementaires ne fait pas partie de la mission d'audit.

Recommandation n°63 : Inclure le tableau de classement des placements dans les catégories réglementaires dans la mission d'audit financier et mieux encore dans une mission de commissariat aux comptes.

Annexe 6 : Revue analytique des états détaillés de placements

- [632] La CAVP a fourni à la mission sous forme de fichiers Excel un état détaillé des placements (EDP) selon le modèle demandé et donnant la situation au 31/12 de chacune des années sous revue. La présente annexe documente l'analyse faite de ces états.
- [633] On rappellera au tableau ci-dessous les catégories réglementaires sur lesquelles s'appuient les règles portant sur les placements.

Tableau 69 : Catégories réglementaires

1	Obligations et autres valeurs émises ou garanties : Par l'un des Etats partie à l'EEE, ainsi que les titres émis par la CADES Par un organisme international à caractère public dont un ou plusieurs Etats membres de l'Union européenne font partie ; Par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics des Etats de l'EEE.
2	Obligations, parts de fonds communs de créances et titres participatifs admis aux négociations sur un marché reconnu autres que celles ou ceux visés au 1°.
3	Titres de créances négociables d'un an au plus rémunérés à taux fixe ou indexés sur un taux usuel sur les marchés interbancaires, monétaires ou obligataires et émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et dont des titres sont négociés sur un marché reconnu.
4	Bons à moyen terme négociables émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE, ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats
5	OPCVM investi en valeurs mentionnées aux 1°, 2°, 3° et 4°
6	Parts de FCPR
7	Actions et titres donnant accès au capital négociés sur un marché reconnu.
8	Actions et parts d'OPCVM autres que celles visées aux 5° et 6°
9	Droits réels immobiliers afférents à des immeubles situés sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE.
10	Parts ou actions des sociétés à objet strictement immobilier ayant leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de EEE,
11	Prêts obtenus ou garantis par l'un des Etats de l'EEE, par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics de l'un des Etats de l'EEE.
12	Prêts hypothécaires aux personnes physiques ou morales ayant leur domicile ou leur siège social sur le territoire de l'un des Etats de l'EEE
13	Dépôts
14	Autre

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

1. REPARTITION DU PORTEFEUILLE SELON LES CATEGORIES DU DECRET

[634] Exploitée en valeur de réalisation ou en valeur brute comptable, l'analyse de la répartition du portefeuille par catégorie du décret varie peu. On commentera la répartition en valeur de réalisation.

1.1. Répartition en valeur de réalisation

Tableau 70 : Portefeuille en valeur de réalisation selon les catégories du décret (M€)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	
0		44,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
1	obligations	"souveraines"	63,8	58,0	110,9	172,7	156,1	241,7
2		"autres émetteurs"	71,9	166,0	651,2	869,8	904,8	978,3
3		TCN plus un an	0,0	0,0	0,0	0,0	160,0	160,0
5	OPCVM obligataires	2 185,6	2 631,6	2 642,2	2 785,2	2 353,2	2 269,0	
6	FCPR	7,9	10,9	11,6	15,7	40,1	55,4	
7	Actions	433,9	408,8	193,3	213,9	184,1	158,3	
8	OPCVM autres que 5	2 568,9	2 279,9	1 533,7	1 730,1	2 186,5	1 984,8	
10	actions sociétés immobilières	0,1	0,0	0,0	0,0	8,4	9,2	
	Total	5 376,8	5 555,2	5 142,9	5 787,6	5 993,2	5 856,7	

Source : Exploitation IGAS EDP.

[635] Dans l'EDP 2006 45M€ ne sont pas ventilés dans les catégories du décret.

[636] La part des obligations (2) augmente fortement la suite de la crise de 2008 passant de 1,3 % en 2006 à 16,7 % en 2011. La part des OPCVM de taux (5) augmente jusqu'en 2008 et décroît depuis pour atteindre 38,7 % en 2011. Ces évolutions en sens contraire témoignent d'une évolution de la politique d'investissement en matière de produits de taux. L'expertise interne est ainsi mise au profit d'une détention directe par opposition à l'investissement via des OPCVM. La part des actions et OPCVM actions a sensiblement diminué.

[637] La caisse ne souscrit aucun BMTN ou EMTN ce qui traduit la volonté de ne pas investir en direct dans des produits structurés.

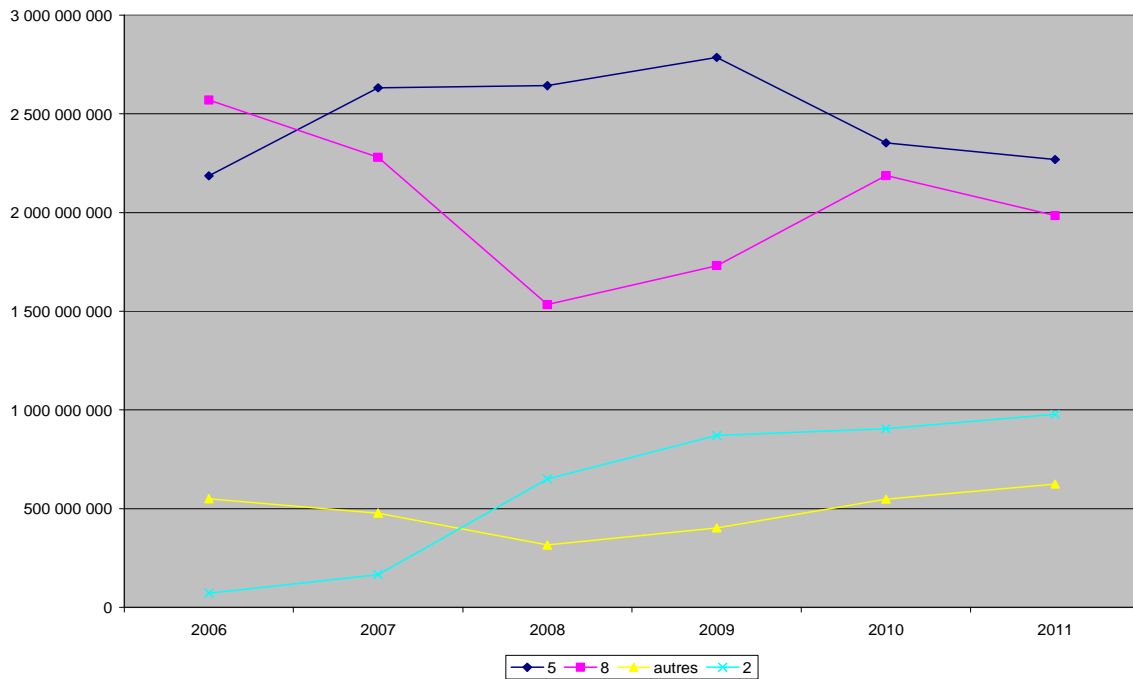
Tableau 71 : Portefeuille en valeur de réalisation

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	
0		0,8 %						
1	obligations	"souveraines"	1,2 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	2,6 %	4,1 %
2		"autres émetteurs"	1,3 %	3,0 %	12,7 %	15,0 %	15,1 %	16,7 %
3		TCN plus un an	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,7 %	2,7 %
5	OPCVM obligataires	40,6 %	47,4 %	51,4 %	48,1 %	39,3 %	38,7 %	
6	FCPR	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,7 %	0,9 %	
7	Actions	8,1 %	7,4 %	3,8 %	3,7 %	3,1 %	2,7 %	
8	OPCVM autres que 5	47,8 %	41,0 %	29,8 %	29,9 %	36,5 %	33,9 %	
10	actions sociétés immobilières	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %	

Source : Exploitation IGAS EDP

[638] Le portefeuille est en 2006 composé à 89 % d'OPCVM obligataires et d'OPCVM action. Ces deux catégories demeurent dominantes en 2011 72,6 % ce qui montre l'importance de la gestion déléguée.

Graphique 45 : Evolution de la valeur du portefeuille en valeur de réalisation



Source : Exploitation IGAS EDP

1.2. Répartition du portefeuille selon les catégories du décret valeur brute comptable

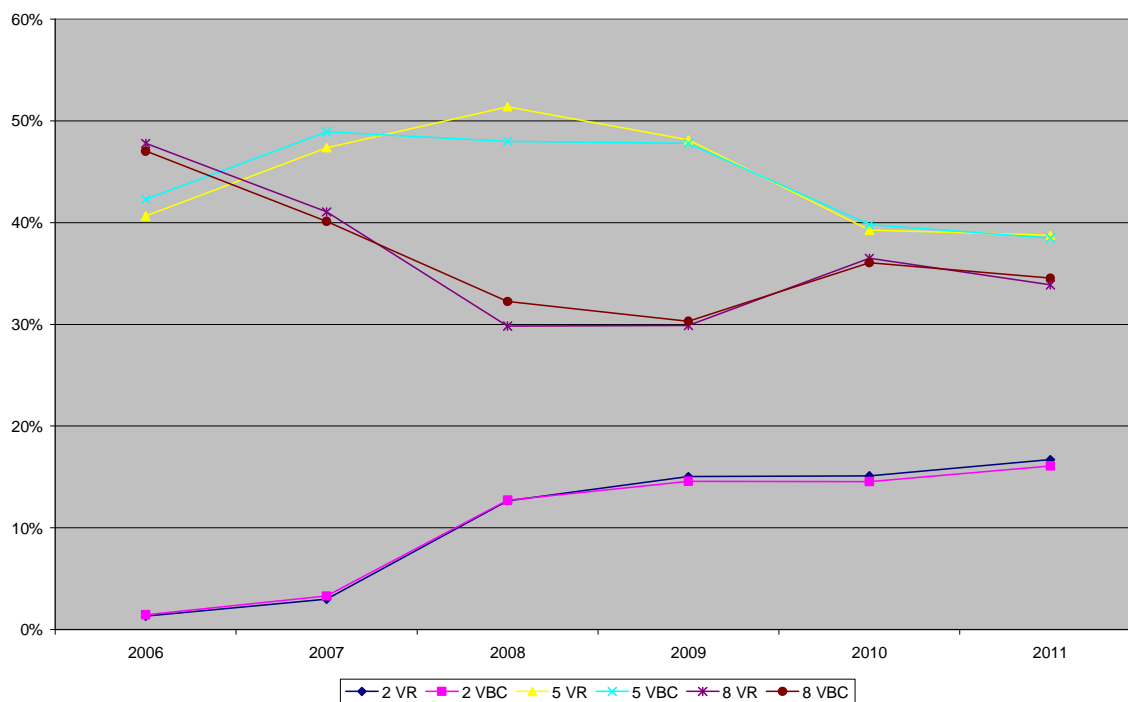
[639] La répartition en valeur brute comptable donne globalement les mêmes résultats pour le niveau d'analyse globale de composition du portefeuille faite ici, même si on verra infra que l'écart entre les deux s'il ne modifie pas la composition globale a néanmoins un impact économique.

Tableau 72 : Portefeuille en valeur brute comptable (€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0	45 352 717					
1	62 866 317	59 095 402	105 558 990	165 583 215	147 291 773	235 420 037
2	71 672 149	169 840 784	683 862 093	814 491 741	843 018 472	942 442 423
					160 000 000	160 000 000
5	2 069 311 439	2 521 747 832	2 580 619 419	2 670 708 324	2 306 979 057	2 253 913 240
6	7 960 477	10 633 947	11 043 383	15 833 383	39 938 709	52 475 865
7	334 083 126	326 474 966	263 314 389	228 951 866	202 687 449	183 361 299
8	2 300 548 733	2 068 212 727	1 734 184 234	1 693 412 659	2 090 370 354	2 023 273 097
10	802 471				8 442 000	9 239 000
Total	4 892 597 427	5 156 005 658	5 378 582 508	5 588 981 188	5 798 727 815	5 860 124 960

Source : Exploitation IGAS EDP

Graphique 46 : Comparaison évolutions valeurs brutes comptable valeur de réalisation



Source : Exploitation IGAS EDP.

2. REPARTITION DU PORTEFEUILLE PAR CATEGORIE DU DECRET ET CATEGORIE AMF

2.1. Décomposition par catégories

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

Tableau 73 : Evolution du portefeuille selon la nature et les catégories AMF (M€)

Catégorie réglementaire			Catégorie AMF	N	2006	N	2007	N	2008	N	2009	N	2010	N	2011	
0			diversifiés	3	25,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	
0			obligations et titres de créance euros	1	19,3	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	
1	obligations	"souveraines"		12	63,8	10	58,0	11	110,9	14	172,7	12	156,1	15	241,7	
2		"autres émetteurs"		27	71,9	43	166,0	96	651,2	115	869,8	116	904,8	121	978,3	
3		TCN plus un an		0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	8	160,0	8	160,0	
5	OPCVM obligataires		diversifiés	6	47,0	9	77,3	5	66,9	5	81,5	3	95,4	2	114,7	
5			fonds à formule	1	20,5	1	20,8	1	20,5	0	0,0	0	0,0			
5			monétaire		24	788,2	18	853,0	7	661,2	10	264,7	5	123,7	11	352,3
5			monétaire court terme		2	55,8	12	412,9	21	505,1	25	533,3	13	341,4	13	369,6
5			obligations et titres de créance euros		30	1 274,2	26	1 267,5	23	1 388,5	30	1 905,7	27	1 689,2	24	1 317,4
5			obligations et titres de créance internationaux		0		0		0		0		1	103,5	2	114,9
6	FCPR			3	7,9	3	10,9	4	11,6	5	15,7	11	40,1	12	55,4	
7	Actions			77	433,9	73	408,8	64	193,3	55	213,9	49	184,1	49	158,3	
8	OPCVM autres que 5		actions françaises	0	0,0	21	462,7	1	2,3	1	3,2	5	11,2	5	9,3	
8			actions internationales	29	473,4	20	443,4	14	234,2	21	333,6	20	388,4	20	345,3	
8			actions zone euro	21	530,4	10	538,3	16	257,3	24	276,6	27	411,5	31	370,2	
8			diversifiés	13	614,9	9	231,2	9	431,1	12	475,5	18	626,1	21	651,5	
8			fonds alternatifs	8	215,0	2	22,1	5	94,4	3	45,6	3	44,7	3	41,8	
8			obligations et titres de créance euros	2	21,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	
8			obligations et titres de créance internationaux	15	713,7	8	582,2	10	514,4	11	595,7	23	704,5	24	566,7	
10	actions soc immobilières			1	0,1	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	8,4	1	9,2	
			Total	275	5 376,8	265	5 555,2	287	5 142,9	331	5 787,6	342	5 993,2	362	5 856,7	

Source : Exploitation IGAS EDP N nombre de lignes.

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

Tableau 74 : Portefeuille par catégorie réglementaire et catégorie AMF

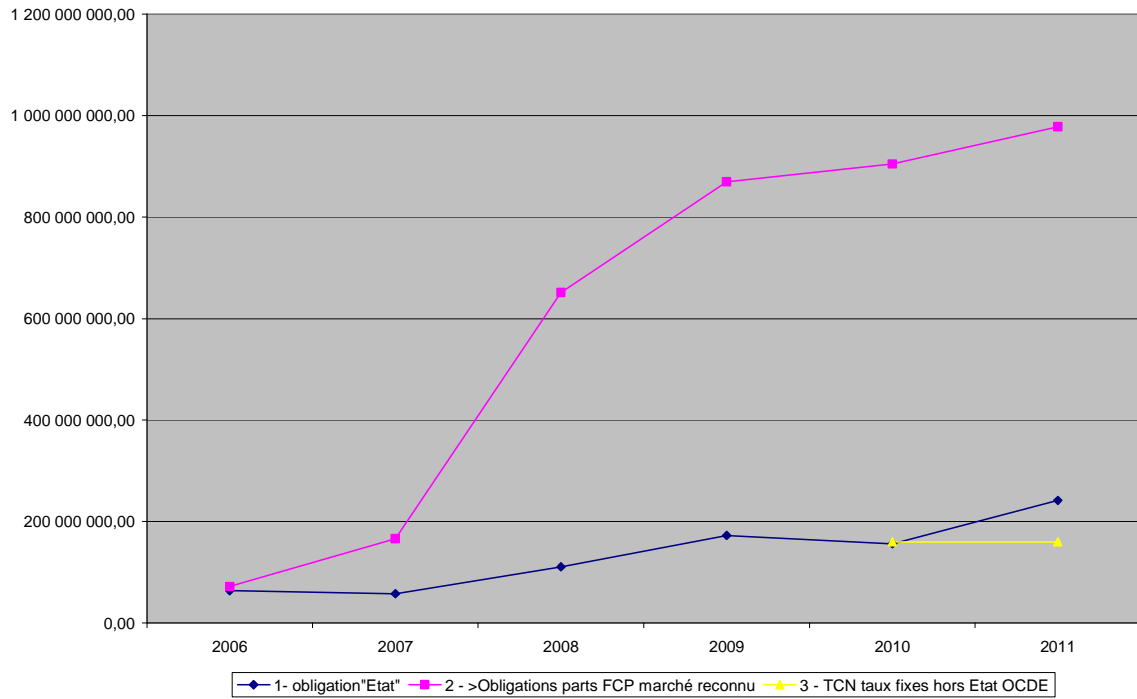
	Catégorie AMF	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	diversifiés	0,5 %					
	obligations et titres de créance euros	0,4 %					
obligations	"souveraines"	1,2 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	2,6 %	4,1%
	"autres émetteurs"	1,3%	3,0%	12,7%	15,0%	15,1%	16,7%
	TCN plus un an					2,7%	2,7%
OPCVM obligataires	diversifiés	0,9 %	1,4 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	2,0 %
	fonds à formule	0,4 %	0,4 %	0,4 %			
	monétaire	14,7 %	15,4 %	12,9 %	4,6 %	2,1 %	6,0 %
	monétaire court terme	1,0 %	7,4 %	9,8 %	9,2 %	5,7 %	6,3 %
	obligations et titres de créance euros	23,7 %	22,8 %	27,0 %	32,9 %	28,2 %	22,5 %
	Obligations et TCI					1,7%	2,0 %
FCPR		0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,7 %	0,9 %
Actions		8,1 %	7,4 %	3,8 %	3,7 %	3,1%	2,7 %
OPCVM autres que 5	actions françaises		8,3 %		0,1 %	0,2 %	0,2 %
	actions internationales	8,8 %	8,0 %	4,6 %	5,8 %	6,5%	5,9%
	actions zone euro	9,9 %	9,7 %	5,0 %	4,8 %	6,9 %	5,9 %
	diversifiés	11,4 %	4,2 %	8,4 %	8,2 %	10,4 %	11,1 %
	fonds alternatifs	4,0 %	0,4 %	1,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %
	obligations et titres de créance euros	0,4 %					
	obligations et titres de créance internationaux	13,3 %	10,5 %	10,0 %	10,3 %	11,8 %	9,7 %
actions soc immobilières						0,1%	0,2%
	Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : Exploitation EDP.

[642] Cette présentation par catégorie AMF permet de mieux comprendre l'évolution des placements au sein des catégories réglementaires.

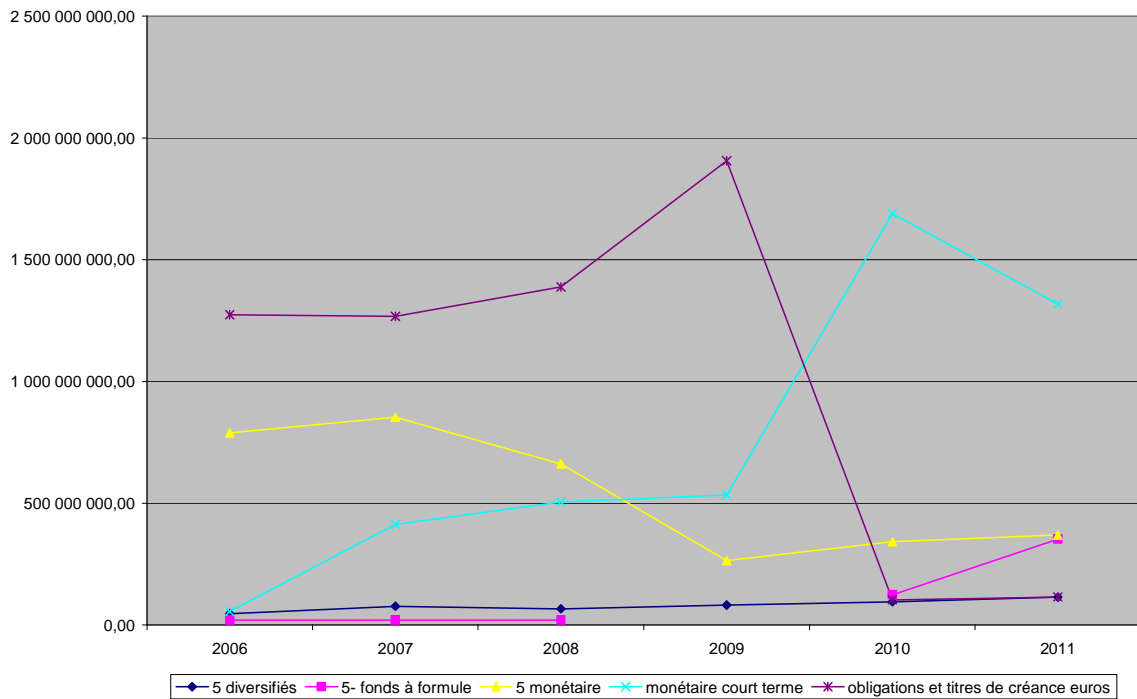
[643] S'agissant des placements obligataires on note leur forte augmentation sous forme de détention directe, la diminution, après 2007 des fonds monétaires, le retour en 2011 des fonds à formule et la même année une réallocation très forte vers les fonds monétaires court terme.

Graphique 47 : Evolution catégories 1 2 3 (obligations détenues en direct)



Source : Exploitation EDP.

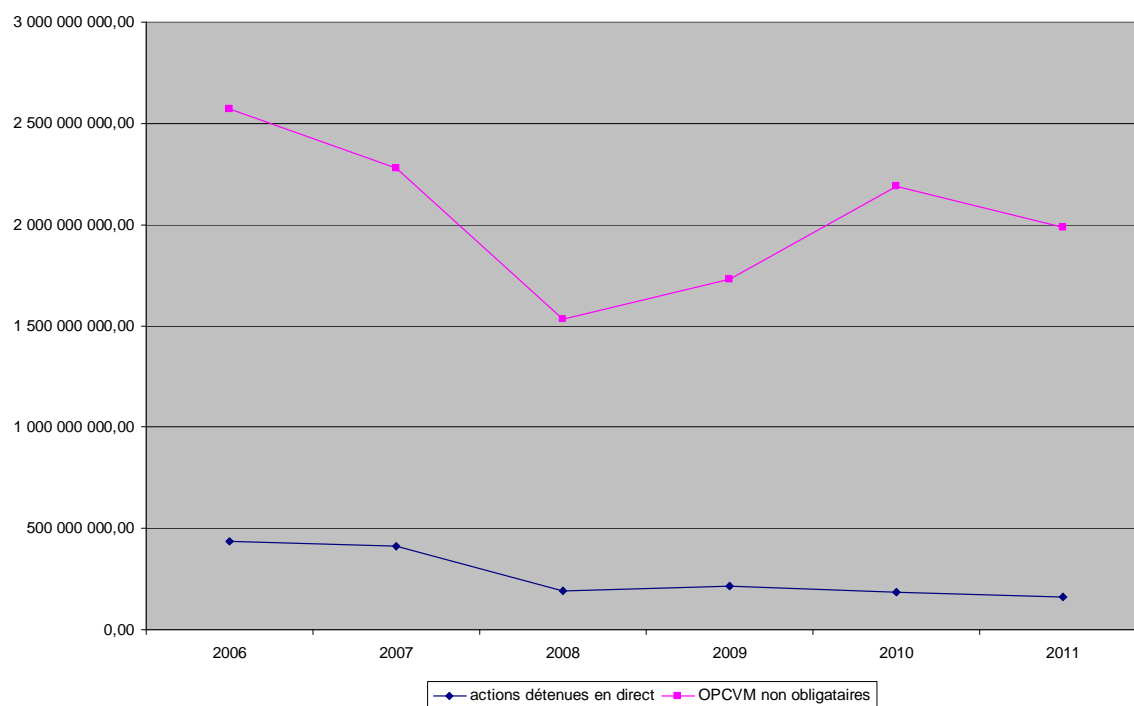
Graphique 48 : Evolution des composantes de la catégorie 5 (fonds obligataires)



Source : Exploitation IGAS EDP.

[644] Les investissements en actions et en fonds non obligataires ont globalement diminué pendant la période.

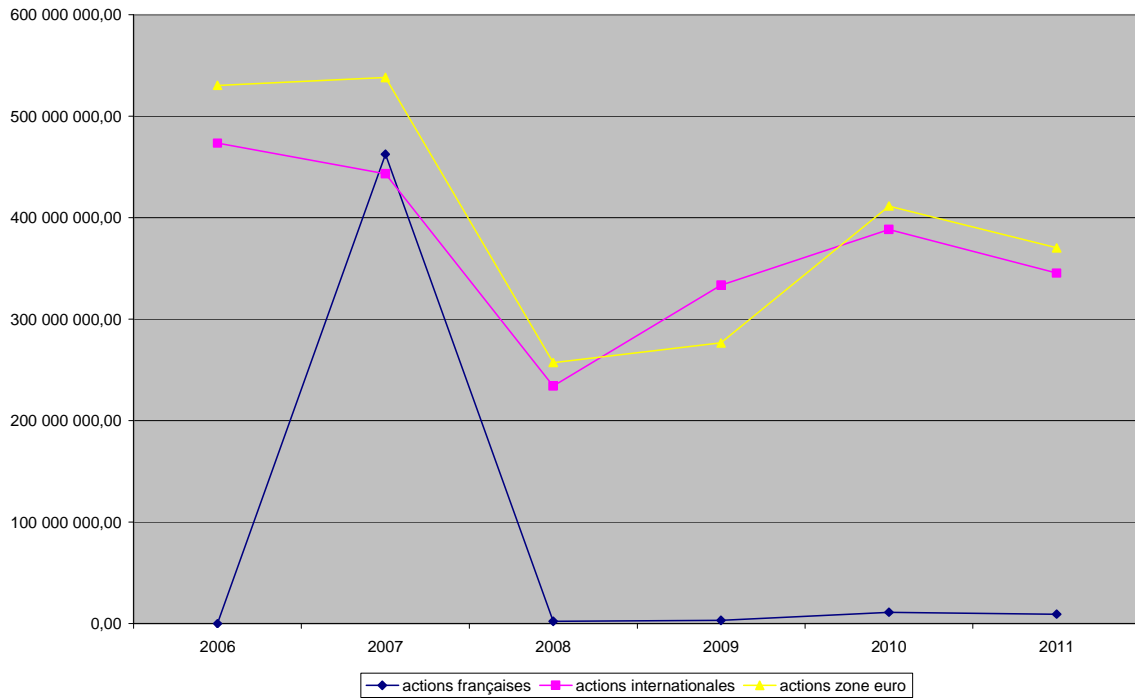
Graphique 49 : Evolution actions (7) et fonds non obligataires (8)



Source : *Exploitation des EDP.*

[645] Au sein des fonds investis en actions on note une poche d'actions françaises en 2007 abandonnée par la suite.

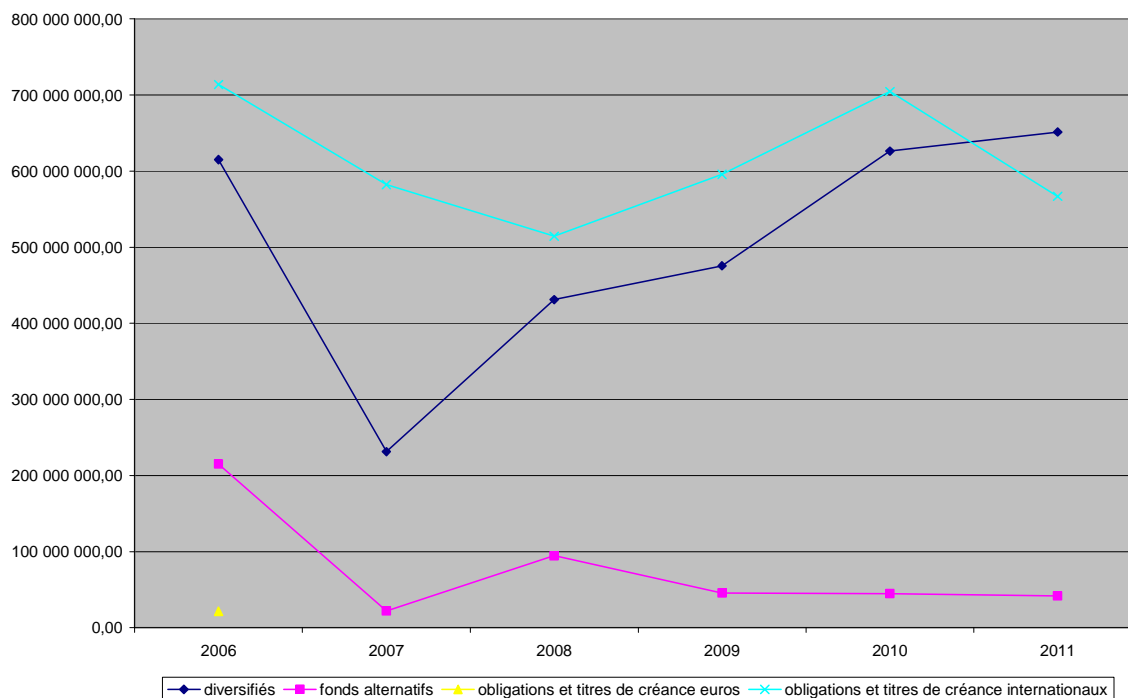
Graphique 50 : Evolution des fonds non obligataires investis en actions



Source : Exploitation EDP.

[646] Au sein de la catégorie 8 hors actions les fonds diversifiés diminuent très fortement en 2007 et recommencent à augmenter pendant le reste de la période pour retrouver leur niveau de départ. La caisse réduit son exposition aux fonds alternatifs en 2007, à la suite d'expériences malheureuses dont la mission a trouvé trace dans ses investigations.

Graphique 51 : Evolution des fonds non obligataire non actions



Source : Exploitation EDP.

2.2. Nombre de « lignes »

[647] Ces données recensent le nombre de titres pour les actifs gérés en direct, le nombre de fonds pour les autres.

[648] On note la tendance globale à l'accroissement et l'augmentation du nombre d'obligations détenues en direct consécutive au recrutement d'un gérant obligataire. La crise de 2008 a conduit à diminuer le nombre de fonds qui s'est accru de nouveau depuis pour atteindre un nombre comparable à celui de 2006.

Tableau 75 : Nombre de « lignes »

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variation
Total	275	265	287	331	342	362	32 %
Obligations détenues en direct	39	53	107	129	136	144	269 %
Fonds obligataires	63	66	57	70	49	52	-17 %
Actions détenues en direct	77	73	64	55	49	49	-36 %
Fonds non obligataires	88	70	55	72	96	104	18 %
Total fonds	151	136	112	142	145	156	3 %

Source : Exploitation IGAS EDP.

3. REPARTITION SELON LE MODE DE GESTION

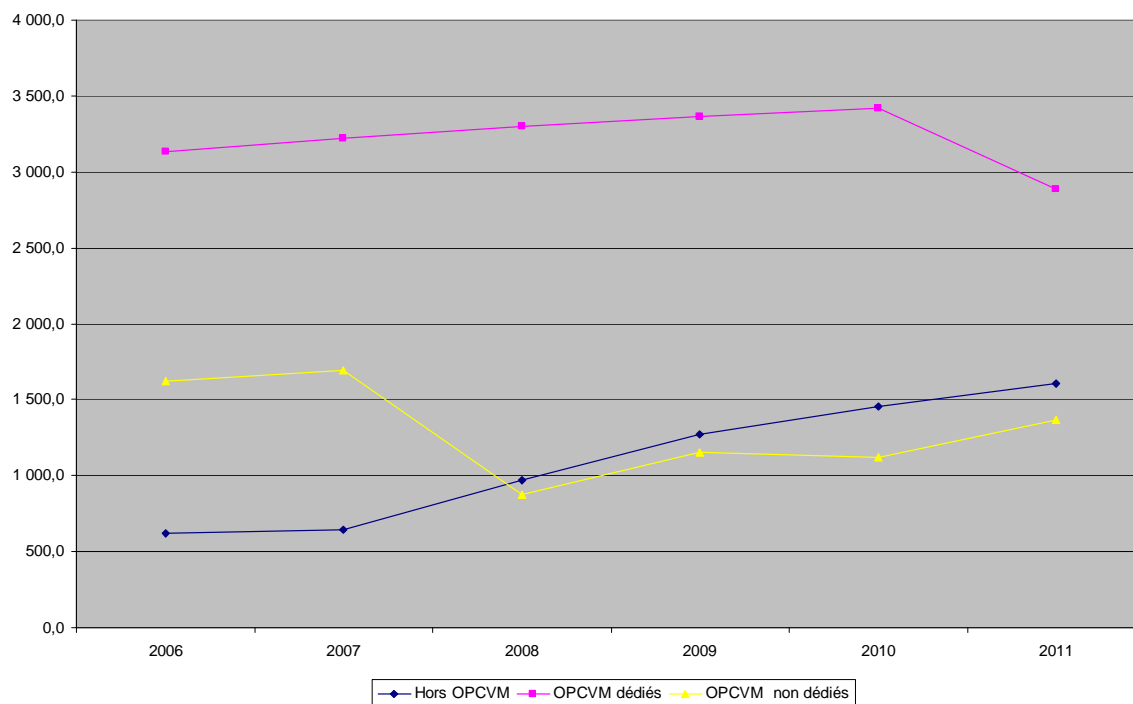
[649] La part des OPCVM décroît de 88 % en 2006 à 73 % en 2011 mais reste à un fort niveau⁵².

Tableau 76 : Poids des OPCVM dans les placements (M€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	5 376,8	5 555,2	5 142,9	5 787,6	5 993,2	5 856,7
dont OPCVM	4 754,5	4 911,4	4 175,9	4 515,4	4 539,6	4 253,8
% OPCVM	88 %	88 %	81 %	78 %	76 %	73 %
dont OPCVM dédiés	3 130,8	3 216,9	3 302,9	3 362,2	3 419,8	2 886,7
% OPCVM dédiés	58 %	58 %	64 %	58 %	57 %	49 %

Source : Exploitation des EDP.

Graphique 52 : Volume des OPCVM et des placements hors OPCVM



Source : Exploitation des EDP.

⁵² ⁵² Le chiffre est légèrement différent de celui donnant lieu au calcul du pourcentage figurant à l'observation 6 car le calcul n'est pas effectué sur la même zone des EDP, la différence mineure au regard de l'analyse menée n'a pas été auditée

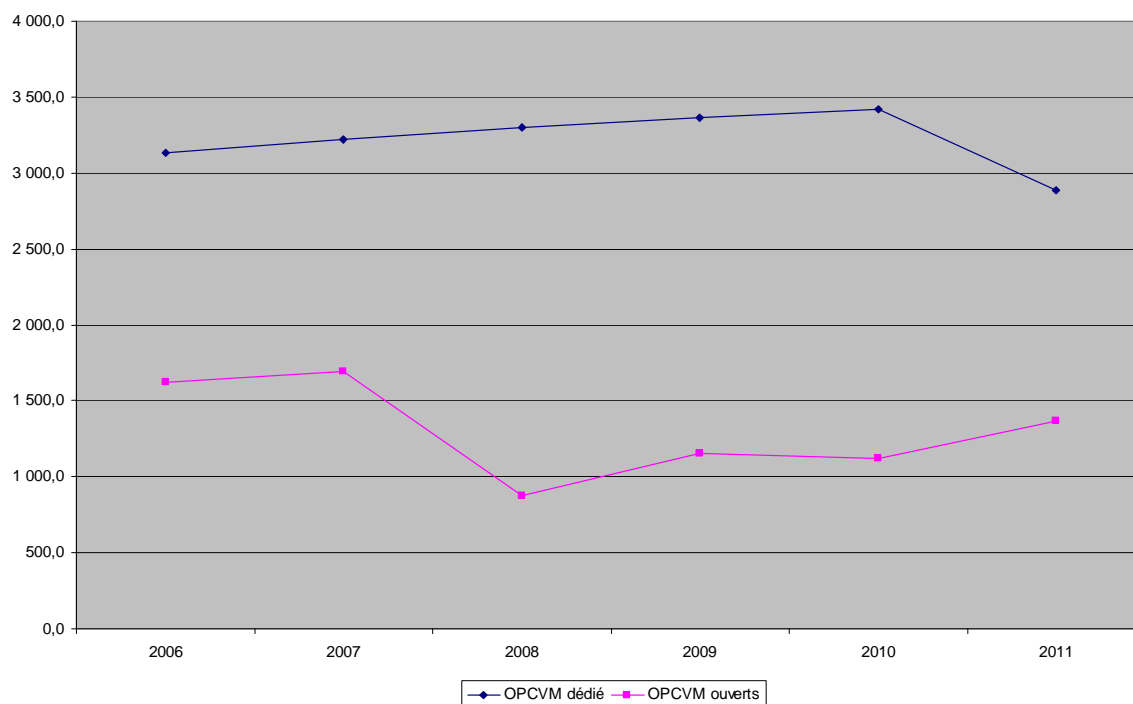
Tableau 77 : Montant des OPCVM dédiés et ouverts valeur de réalisation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OPCVM dédié	3 130,8	3 216,9	3 302,9	3 362,2	3 419,8	2 886,7
OPCVM ouverts	1 623,7	1 694,5	873,0	1 153,2	1 119,8	1 367,1

Source : Exploitation EDP.

[650] Les OPCVM dédiés restent stables sauf en 2011 où ils diminuent. Les OPCVM non dédiés diminuent fortement en 2008 puis s'accroissent de nouveau.

Graphique 53 : Montant OPCVM dédiés et non dédiés



Source : Exploitation EDP.

4. UNE ANALYSE PLUS FINE DE LA COMPARAISON ENTRE LES VALEURS BRUTES COMPTABLES ET LES VALEURS DE REALISATION MET EN EVIDENCE QUE LA CAVP A CONSOMME SES PLUS-VALUES LATENTES HORS IMMOBILIER

[651] Le tableau ci-dessous donne pour chaque catégorie réglementaire la comparaison des valeurs brutes comptables et des valeurs de réalisation.

Tableau 78 : Comparaison VBC VR par catégorie réglementaire

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1 VBC	62 866 317	59 095 402	105 558 990	165 583 215	147 291 773	235 420 037
1 VR	63 815 322	57 995 087	110 897 151	172 712 735	156 058 602	241 683 426
2 VBC	71 672 149	169 840 784	683 862 093	814 491 741	843 018 472	942 442 423
2 VR	71 875 306	166 028 009	651 199 973	869 781 448	904 807 089	978 309 814
3VBC					160 000 000	160 000 000
3 VR					160 000 000	160 000 000
5 VBC	2 069 311 439	2 521 747 832	2 580 619 419	2 670 708 324	2 306 979 057	2 253 913 240
5 VR	2 185 555 239	2 631 550 795	2 642 183 868	2 785 240 618	2 353 158 763	2 268 964 831
6VBC	7 960 477	10 633 947	11 043 383	15 833 383	39 938 709	52 475 865
6 VR	7 876 900	10 891 252	11 610 200	15 734 670	40 135 478	55 396 766
7 VBC	334 083 126	326 474 966	263 314 389	228 951 866	202 687 449	183 361 299
7 VR	433 878 999	408 817 086	193 276 658	213 937 635	184 140 601	158 272 671
8 VBC	2 300 548 733	2 068 212 727	1 734 184 234	1 693 412 659	2 090 370 354	2 023 273 097
8 VR	2 568 912 299	2 279 895 594	1 533 695 407	1 730 149 333	2 186 457 913	1 984 792 527
10VBC	802 471					9 239 000
10 VR	71 609				8 442 000	9 239 000
Total VBC	4 892 597 427	5 156 005 658	5 378 582 508	5 588 981 188	5 798 727 815	5 860 124 960
Total VR	5 376 839 481	5 555 177 823	5 142 863 257	5 787 556 438	5 993 200 446	5 856 659 036

Source : Exploitation EDP.

Tableau 79 : Comparaison plus-values latentes 2006-2011

Catégorie	2006	2011
1- Obligations « Etat »	949 005	6 263 389
2 Obligations privées	203 157	35 867 391
3 – TCN		
5- OPCVM obligataires	116 243 801	15 051 591
7- Actions	-83 577	-25 088 628
8- OPCVM actions	268 363 566	-38 480 570
10-	-730 862	0

Source : Exploitation EDP.

[652] Ces tableaux et les graphiques ci-dessous montrent que les plus-values latentes ont été consommées du fait de la crise de sorte que globalement fin 2011 la valeur comptable brute est égale à la valeur de réalisation. En supposant bien évidemment que la valeur de réalisation est correctement estimée.

[653] Par ailleurs on note que cet équilibre est composé de plus-values sur les placements obligataires et de moins values sur les placements actions.

Graphique 54 : Comparaison VBC et VR total



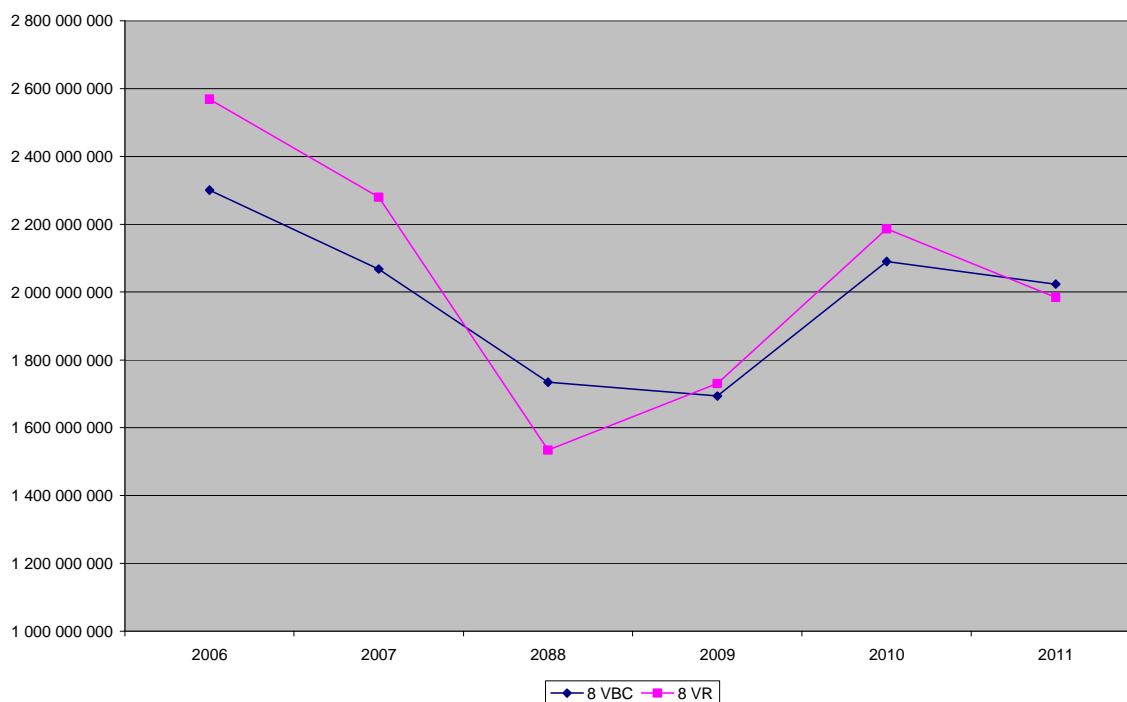
Source : *Exploitation EDP.*

Graphique 55 : Comparaison VBC VR obligations



Source : *Exploitation EDP.*

Graphique 56 : Comparaison VBC VR Actions et autres (8)



Source : Exploitation EDP.

5. PENDANT LA PERIODE LA COMPTABILISATION EN MODE ASSURANTIEL A EU UN IMPACT SIGNIFICATIF

[654] On a repris ligne par ligne le portefeuille et calculé pour les lignes où la valeur de réalisation est inférieure à la valeur nette comptable la différence entre les deux valeurs. Le résultat est donné au tableau ci-dessous.

[655] Cela permet de chiffrer le montant de la dotation supplémentaire aux provisions qui aurait été nécessaire en application stricte du PCUOSS et l'impact sur le résultat correspondant.

Tableau 80 : Ecart VR VBC pour les lignes où celui-ci est négatif (millions €).

	VN	VR	VR-VN	Portefeuille total VR	% VR concerné
2006	151	141	-10	5 377	3 %
2007	506	482	-24	5 555	9 %
2008	1715	1442	-273	5 143	28 %
2009	631	595	-36	5 788	10 %
2010	907	874	-33	5 993	15 %
2011	2106	2047	-59	5 857	35 %

Source : Exploitation EDP.

Annexe 7 : Exploitation des données internes de suivi de la performance

[656] Le suivi de la performance est effectué par les services de la caisse de manière non formalisée et sans que les suivis faits soient traçables par un audit externe. L'information était donnée dans le rapport financier jusqu'à 2004 selon un tableau dit « Cour des comptes » reflétant sans doute le suivi d'une demande faite par la Cour dans une mission ancienne. Pendant la période sous revue il est donné sous forme de calcul du taux de rendement interne. Ce changement de présentation est dommageable car le premier tableau était plus précis et apportait une information plus détaillée.

1. LE RENDEMENT DU PORTEFEUILLE

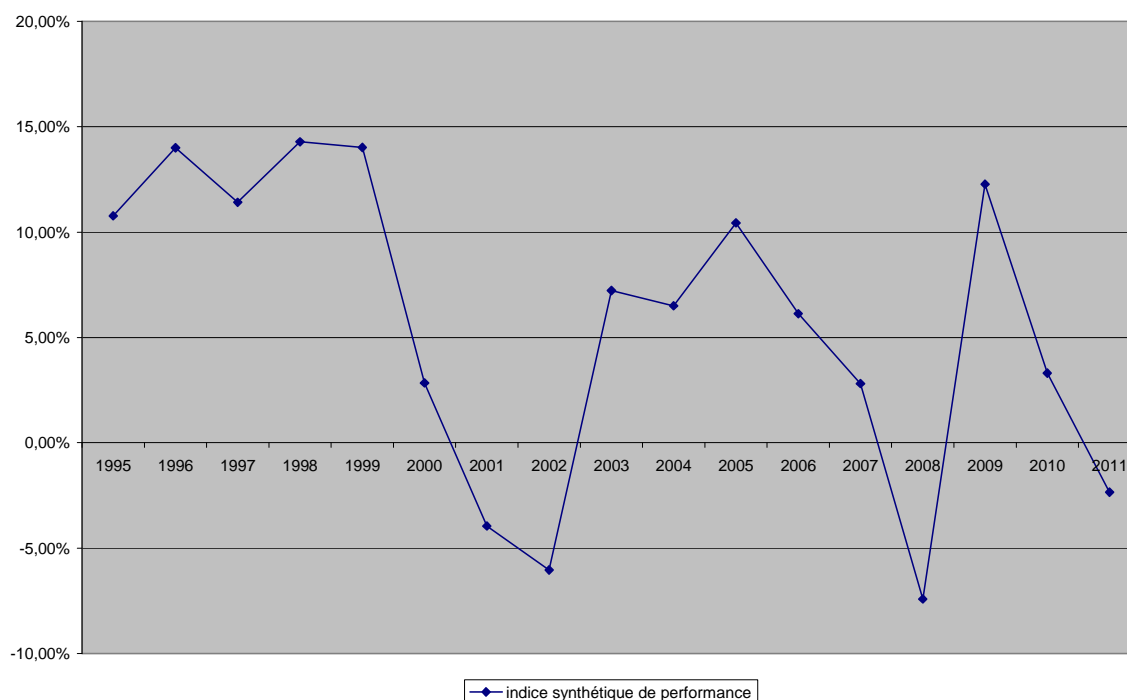
[657] Le tableau dit « Cour des Comptes » fournit un indice synthétique de performance du portefeuille qui est la somme :

- du rendement du portefeuille (résultats des cessions de titres et revenus du portefeuille net d'impôts) ;
- de la variation de la plus value latente.

[658] Cette somme de deux flux est rapportée à la valeur des actifs placés calculée comme la somme de la valeur marchande du portefeuille (valeur de réalisation) et du solde des retraits et des apports de l'année.

[659] L'indice synthétique de performance varie comme suit entre 1995 et 2011.

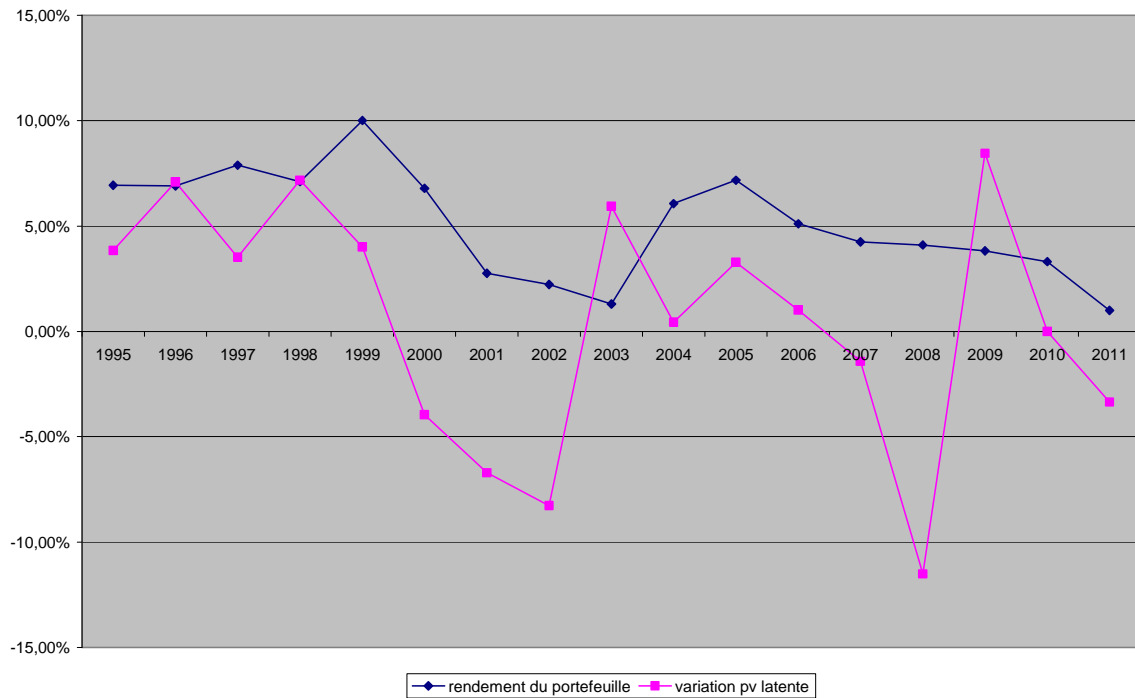
Graphique 57 : Evolution de l'indice synthétique de performance



Source : Exploitation données CAVP.

[660] Son évolution selon ses deux composantes évolue comme indiqué au graphique 2 qui met et évidence du rendement depuis 2005 et la forte volatilité des plus-values latentes avec une tendance baissière.

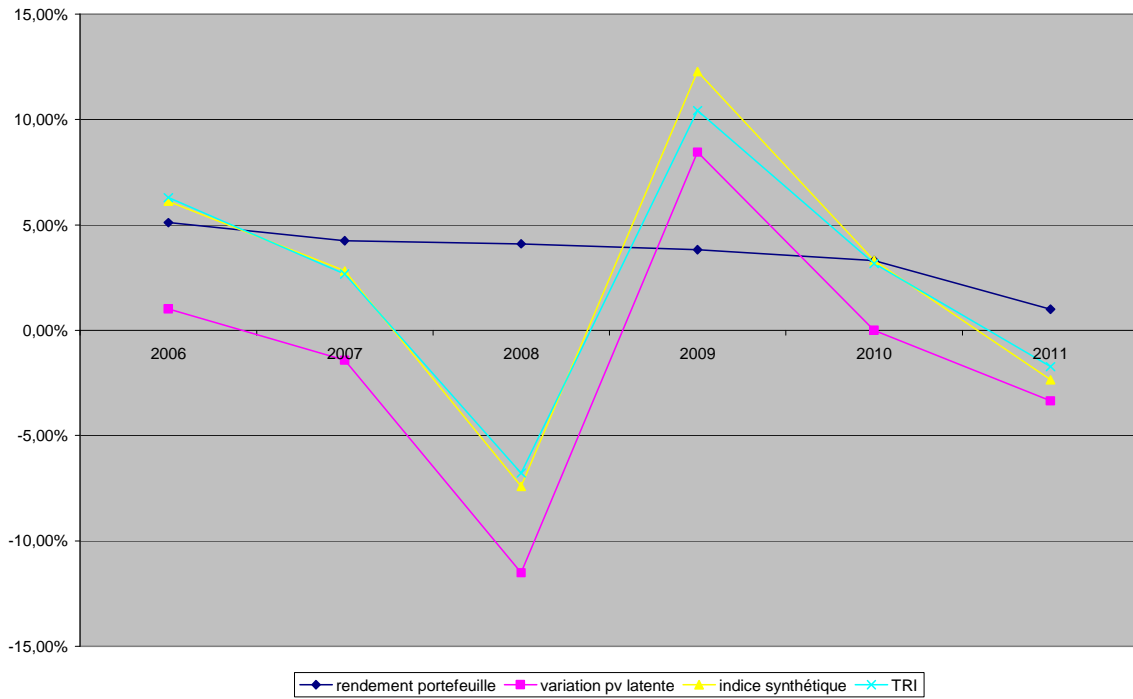
Graphique 58 : Evolution du rendement du portefeuille et de la variation des plus-values latentes



Source : Exploitation données CAVP

[661] Pendant la période sous revue l'information fournie au conseil est le TRI calculé par type d'actif et par régime. Celui-ci n'est pas identique à l'indice synthétique cour des comptes mais il en est très proche.

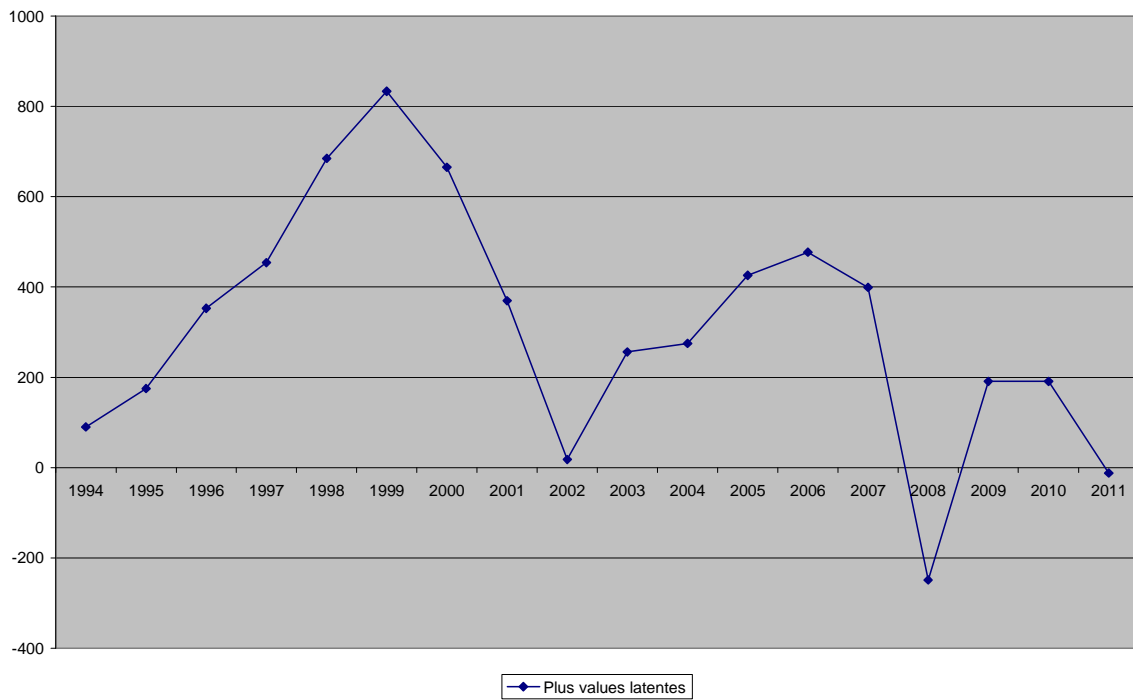
Graphique 59 : Evolution 2006-2011



Source : Exploitation données CAVP.

2. LES PLUS-VALUES LATENTES SONT ANNULEES FIN 2011

Graphique 60 : Evolution des plus-values latentes 1995-2011 (M€)



Source : Exploitation données CAVP.

Annexe 8 : Etudes visant à définir les allocations stratégiques d'actifs

- [662] Le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 dispose que chaque caisse nationale, de base et section professionnelle élabore un règlement financier au sein duquel le principe et les modalités de mise en œuvre d'une expertise régulière de l'activité de gestion financière par un organisme spécialisé extérieur doivent être indiqués.
- [663] Ce même décret précise que le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base ou section professionnelle doit approuver 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. Ce rapport 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 mentionnée supra. 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 texte.
- [664] Cette annexe examine les études sur lesquelles se basent les allocations stratégiques relatives à chaque régime.
- [665] Depuis 2006, la CAVP fait appel au cabinet MERCER et renouvelle les études correspondantes tous les trois ans⁵³. La méthodologie et l'approche choisies étant stables au cours du temps, seule la dernière étude, celle de 2009⁵⁴, sera ici analysée.

1. LES ETUDES DEVELOPPENT DES CADRES ET DES METHODOLOGIES DISTINCTS POUR LES REGIMES GERES EN CAPITALISATION ET CEUX GERES EN REPARTITION.

1.1. *La capitalisation est analysée par analogie avec l'assurance-vie privée*

- [666] La définition des objectifs des réserves est la condition *sine qua non* d'une étude aboutissant à une allocation stratégique d'actifs. Des régimes distincts induisent 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 rend tout choix d'investissement impossible, ou du moins le prive de logique et de sens.
- [667] Le cas des régimes par capitalisation illustre parfaitement ce point. L'objectif de tels régimes est le service de retraites conformément à ce qui a été annoncé aux assurés. La première contrainte qui conditionne l'équilibre de tels régimes est de ne promettre que ce qui est réalisable. Or quel que soit la complexité du mécanisme de capitalisation sous-jacent, la logique reste simple : les cotisations payées aujourd'hui permettent de payer les retraites de demain. Le placement de ces cotisations sur les marchés financiers et la mortalité des assurés font que les montants des pensions sont en mesure d'être assurés et revalorisés au cours du temps.

⁵³ Exception faite pour le régime ASV pour lequel l'étude a été réalisée en 2008.

⁵⁴ Courant 2012, de nouvelles études seront conduites.

- [668] Toutefois, la CAVP se distingue d'un organisme d'assurance par l'absence de contractualisation des engagements de retraite. Plus précisément, au sens juridique du terme, il n'y a pas d'engagement. Là où l'assureur privé qui aurait maladroitement investi les cotisations ou primes reçues, se trouverait dans une situation délicate rendant difficile le service des rentes promises contractuellement, la CAVP dispose de plus de liberté. La CAVP, pour son régime par capitalisation, précise en effet dans ses statuts que le montant des rentes est calculé lors de la liquidation en fonction du capital constitutif et des paramètres actuariels (taux d'actualisation et table de mortalité) en vigueur lors de ladite liquidation. Le capital constitutif est la part des réserves à laquelle peut prétendre un affilié. Toutefois, si jamais les placements financiers ont conduit à des pertes importantes et que le capital constitutif est faible, le mécanisme de calcul reste le même. Il en va différemment de l'assurance privée où ce dernier est minoré contractuellement. Autrement dit, en cas de mauvaise fortune, il « suffit » à la caisse de diminuer les montants des rentes. Bien évidemment, si sur le plan juridique la situation est simple, il en va autrement de la réalité sociale. Aussi, dans les études décrites *infra*, la caisse, dans une optique de versement des rentes telles qu'attendues par les affiliés au régime, se place dans la situation hypothétique où elle serait engagée au sens juridique du terme. Il est alors important de garder en mémoire que cet engagement n'est qu'hypothétique et, contrairement à un assureur, ne pas honorer ses engagements n'est pas synonyme de faillite.
- [669] L'analyse de l'équilibre d'un régime par capitalisation nécessite ainsi l'évaluation juste et prudente de la « promesse » faite aux assurés d'une part, et les conditions de la couverture des engagements et de leur revalorisation grâce aux placements financiers d'autre part. Par conséquent, il est nécessaire d'évaluer dans un premier temps les promesses faites aux assurés (c'est ce que l'assurance privée nomme les provisions mathématiques) et, dans un second temps, d'analyser quels types de placements financiers permettent d'atteindre un rendement jugé satisfaisant tout en limitant les risques de pertes. La théorie et l'expérience ont toutes deux montrées, et cela à plusieurs reprises, qu'un rendement élevé est synonyme de risque fort. Prendre des risques importants sous prétexte d'atteindre une revalorisation intéressante des rentes signifie courir le risque de ne pas pouvoir servir les rentes annoncées.
- [670] Pour ce faire, la CAVP s'inspire du cadre prudentiel applicable aux organismes d'assurance, même si celle-ci n'est soumise à aucune disposition prudentielle de ce type. Les différentes références au cadre prudentiel des organismes d'assurance, en particulier toutes les notions de provisionnement d'engagements, sont une pure fiction qui n'a vocation qu'à rendre compte de la technique sous-jacente.
- [671] Ce cadre étant défini, les études peuvent être décomposées en trois phases. Le montant des « engagements » de retraites envers les affiliés et calculé en vue de quantifier les montants en jeu et d'évaluer leur sensibilité à telle ou telle hypothèse. Puis, des *scenarii* financiers dit déterministes (car fixés *a priori* et non aléatoires) sont développés afin d'analyser les évolutions des placements dans ces *scenarii* et d'évaluer si les rentes « promises » peuvent être assurées voire revalorisées et à quelle hauteur. Enfin, une modélisation stochastique faisant intervenir des milliers de *scenarii* aléatoires vient compléter l'approche afin d'évaluer la dispersion des résultats obtenus à l'étape précédente.
- [672] Les objectifs afférents aux rendements et aux pertes acceptables permettent d'effectuer *in fine* un choix d'allocation stratégique d'actifs.

1.2. La répartition, plus complexe, est modélisée dans un cadre moins bordé

- [673] Dans le cas des régimes par répartition, la notion d'engagement présente encore moins de sens. Les objectifs se traduisent souvent en termes de revalorisation des prestations ou de besoins liés à la démographie. Les « engagements » sont en effets peu clairs dans la mesure où les primes d'aujourd'hui payent les prestations d'aujourd'hui. Il est alors nécessaire de définir une politique d'emploi des excédents accumulés. Le plus souvent ces derniers se destinent à lisser les déficits futurs. Il convient alors de modéliser ces déficits futurs et de moduler ses objectifs en fonction d'un délai d'épuisement des réserves jugés pertinent.

[674] Pour de tels régimes, l'évolution des cotisations et des prestations est évaluée en fonction de paramètres techniques considérés comme réalistes. L'approche est alors semblable à celle adoptée pour quantifier les « engagements » des régimes par capitalisation.

[675] La modélisation des actifs financiers suit également la même logique que dans le cas de la capitalisation.

2. LES ETUDES DEFINISSENT EN PREMIER LIEU LES OBJECTIFS DE LA GESTION DES RESERVES

2.1. *Une progression équivalente de la cotisation de référence et de l'allocation entière préservant l'équilibre de long terme du régime de retraite complémentaire par répartition*

[676] La cotisation de référence et l'allocation entière ont été pilotées de manière à diminuer le rendement de la cotisation de 7,63 % en 1990 à 5,15 % en 2005. Depuis, le rendement a été stabilisé à ce niveau. Cette diminution s'est inscrite dans un contexte d'amélioration de l'espérance de vie et de désinflation. Entre 1990 et 2008, le montant des réserves exprimé en années de prestations est passé de 1,5 à plus de 6.

[677] Aujourd'hui, les objectifs assignés à la gestion des réserves peuvent être résumés de la façon suivante :

- une progression équivalente de la cotisation de référence et de l'allocation entière à long terme. Le taux d'inflation constitue une première cible. La progression des revenus des pharmaciens, par hypothèse en ligne avec la croissance du PIB, constitue un second niveau objectif.
- un équilibre du régime préservé à long terme. Cet équilibre est mesuré dans les études par le nombre d'années de prestations en réserve.

2.2. *La couverture des « engagements » des régimes de retraite complémentaires obligatoire et facultatif par capitalisation*

[678] Dans le cadre de l'étude qui lui a été confiée, MERCER a étudié l'équilibre financier des régimes et établi des propositions d'allocation stratégique d'actifs. Les projections de flux de « passif » ont quant à elles été réalisées par le cabinet d'actuariat ANTEEO.

[679] Le principal objectif énoncé dans l'étude est de « *préservé en permanence le niveau de solvabilité requis par la tutelle, soit un ratio entre actif net et provisions (y compris marge de solvabilité) supérieur à 100 %* ».

[680] En outre, sont également présentés comme des objectifs de long terme assignés à la gestion financière du régime :

- la génération d'un revenu distribuable régulier, et d'un taux de distribution équivalent entre les allocataires et les cotisants ;
- la distribution d'un taux au minimum de l'ordre de 2 % supérieur à l'inflation sur le long terme.

[681] Les considérations en matière de risques ne sont pas absentes des études. Si un rendement minimum est nécessaire afin de préserver l'équilibre du régime sur le long terme, il convient de prendre en compte les notions de prudence et de risque dans la mesure où un rendement fort est synonyme d'un risque important pouvant engendrer des pertes conséquentes.

[682] La CAVP a choisi de s'inspirer de la réglementation prudentielle applicable aux compagnies d'assurance, sans toutefois l'appliquer entièrement. Ce point est développé par l'annexe dédiée à la comptabilité du présent rapport. Par conséquent, les études réalisées prennent en compte des règles de provisionnement s'inspirant de celles applicables aujourd'hui aux assurances, mutuelles et institutions de prévoyance.

[683] Cette approche conduit à retenir comme indicateur de la solvabilité du régime « *la couverture par les actifs financiers des engagements réglementés*⁵⁵ ». La capacité du portefeuille d'actifs à couvrir les taux techniques⁵⁶ est également déterminante.

2.3. La compensation à l'horizon 2015 du « sous provisionnement » actuel du régime invalidité-décès

[684] La cotisation au régime, forfaitaire, est calculée chaque année en fonction de la sinistralité prévue et du refinancement du sous-provisionnement. En effet, ce régime est géré comme un régime par capitalisation. E l'état actuel, les engagements ne sont pas pleinement provisionnés.

Réponse de l'organisme :

§ 524 : Le fonctionnement du régime en capitalisation a été défini par le Conseil d'administration comme étant un objectif de nature à sécuriser le financement des prestations du régime Invalidité-Décès. Il ne s'agit que d'une hypothèse de travail. Les statuts du régime, d'ailleurs récemment mis à jour, ne font aucune mention d'un fonctionnement en capitalisation.

Observation de la mission :

Même réponse qu'au paragraphe 684.

[685] L'objectif, sous tendant l'étude du cabinet MERCER, est d'atteindre un taux de provisionnement égal à 100 % à horizon 2015, selon un principe analogue à un fonctionnement en capitalisation, pour un niveau de risque acceptable.

3. LES « PASSIFS » SONT PRIS EN COMPTE AU MOYEN DE PROJECTIONS DES COTISATIONS ET DES PRESTATIONS DANS UN CADRE DETERMINISTE

[686] En premier lieu sont effectuées des projections déterministes fondées sur les prévisions du « passif ». Les études stochastiques complémentaires permettant d'évaluer l'impact de variations des hypothèses sont traitées *infra*.

3.1. Une première série de projections conclut à l'extinction des réserves du régime de retraite complémentaire par répartition aux environs de 2050

[687] L'étude du régime peut être décomposée en trois étapes. La première étape vise à modéliser les flux de cotisation et d'allocation sur longue période et à définir différentes allocations stratégiques d'actifs à tester, caractérisées par divers niveaux de risque.

[688] Dans un second temps est simulée l'incidence de ces différentes allocations sur :

- l'équilibre moyen du régime à long terme ;
- le risque au regard des objectifs visés.

⁵⁵ Au sens du code des assurances, du livre II du code de la mutualité et du livre IX du code de la sécurité sociale.

⁵⁶ Le taux technique est le taux d'actualisation des engagements utilisé par un assureur. Il s'agit aussi en conséquence du rendement financier minimum sur lequel s'engage un assureur pour un contrat d'assurance et qui est anticipé dans le calcul des cotisations ou des provisions mathématiques par actualisation des flux financiers futurs.

[689] Enfin, à partir de ces simulations, les études retiennent un ou plusieurs profils d'allocation des placements et définissent les marges de manœuvre.

[690] Les simulations se fondent sur les données communiquées par la CAVP au cabinet MERCER au 31 décembre 2008. Ces projections ont été effectuées tête assuré par assuré.

Tableau 81 : Données démographiques utilisées dans les projections

Population des actifs, cotisants et radiés	La date de naissance
	Le sexe
	Le nombre de trimestres réglés
Population des allocataires	La date de naissance
	Le sexe
	Le statut (titulaire ou reversataire)
	La fraction de référence (nombre de trimestres acquis sur 140 dans le cas général)
	Le coefficient d'anticipation (allocation minorée de 5 % à 64 ans, etc.)
	La bonification pour 3 enfants ou plus

Source : Etudes MERCER, 2009.

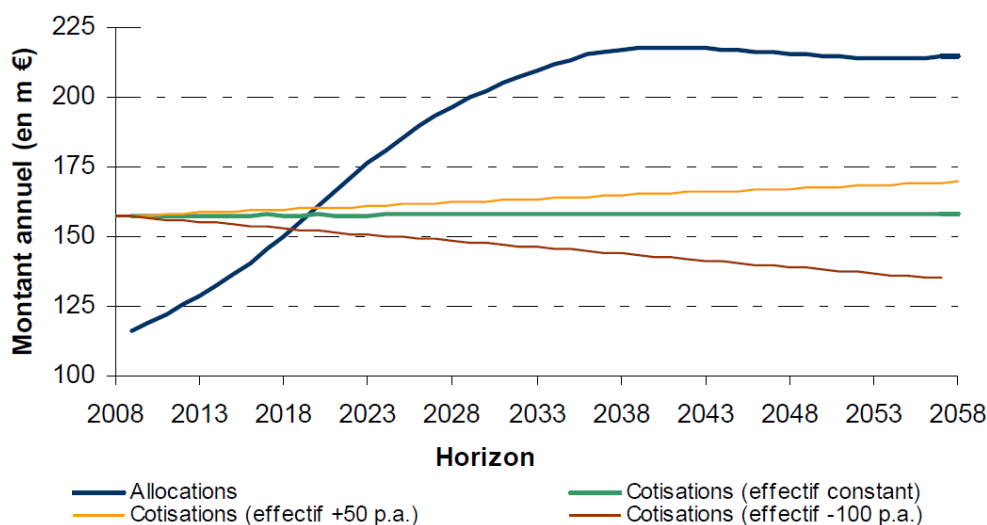
[691] Les hypothèses de projection qui ont été retenues sont les suivantes :

- tables de mortalité : tables générationnelles par sexe TGH05 / TGF05 ;
- pourcentage des hommes et des femmes mariés à 65 ans : 77 % ;
- écart d'âge entre hommes et femmes mariés : 2 ans ;
- âge normal de départ à la retraite : 65 ans ;
- âge réel de départ à la retraite : entre 60 et 80 ans, à partir des statistiques fournies par la CAVP ;
- minoration par année d'anticipation : 5 % (pour les reversataires, l'avantage lié à la non prise en compte des coefficients de minoration disparaît) ;
- pourcentage de la population ayant 3 enfants ou plus : 32 % ;
- bonification pour 3 enfants ou plus : 10 % ;
- taux de réversion : 60 % ;
- allocation minimum au-delà de 10 ans de cotisation : 30 % de l'allocation entière ;
- Pourcentage de femmes chez les nouveaux affiliés : 60 % ;
- âge des nouveaux affiliés : entre 25 et 60 ans, à partir des statistiques fournies par la CAVP ;

[692] N'ont pas été pris en compte les éléments suivants :

- mise à la retraite immédiate des actifs âgés de 84 ans ou plus, mise à retraite progressive des autres ;
- actifs âgés de plus de 80 ans ;
- non remplacement de la population des radiés ;
- remplacement un pour un des départs à la retraite des actifs cotisants ;
- par défaut, pas d'augmentation nette annuelle du nombre d'actifs cotisants.

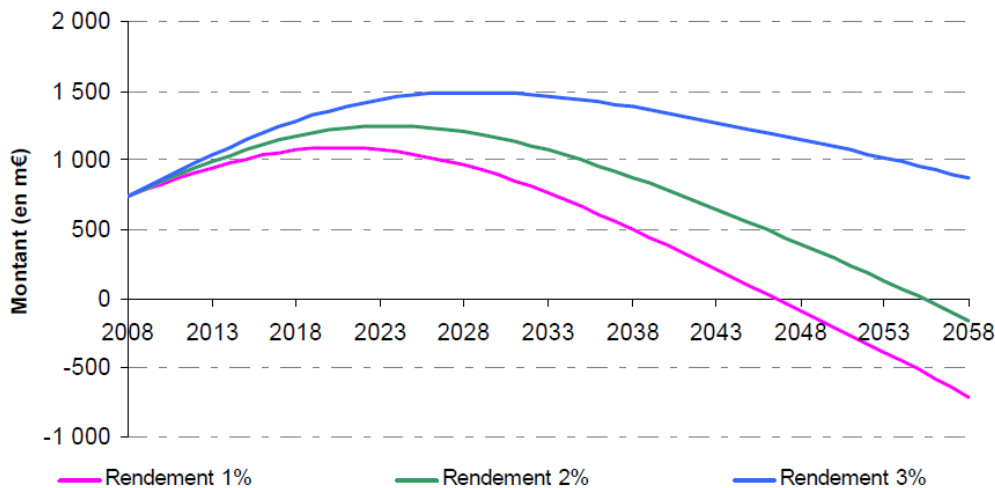
Graphique 61 : Projection des cotisations et des allocations



Source : Etudes MERCER, 2009. (p.a. = par an).

[693] Une première simulation de l'équilibre à long terme est effectuée en considérant des frais de gestion égaux à 0,5 % des flux de cotisation et d'allocation et un montant de réserves à fin 2008 égal à 734,8 millions d'euros. Les taux de rendement financier annuels sont constants sur toute la période de projection.

Graphique 62 : Projection des réserves en euros constants en fonction du taux de rendement réel



Source : Etudes MERCER, 2009.

[694] Cette première analyse déterministe, bien que frustrante, permet d'obtenir un ordre de grandeur du délai d'épuisement des réserves. Selon l'hypothèse de rendement des réserves retenue (inflation +1 %, inflation +2 % ou inflation +3 %), ces dernières s'éteignent en 2047 et 2055 dans les deux premiers cas et bien au-delà dans l'hypothèse optimiste d'un taux de rendement supérieur de 3 % à l'inflation.

[695] Si cette approche permet de disposer d'une idée de la valeur des réserves en moyenne, elle ne permet pas d'appréhender la variabilité du résultat. Aussi, MERCER a également conduit des études basées sur des projections stochastiques visant à évaluer la distribution de probabilité des réserves. (Cf. *infra*)

3.2. L'équilibre des régimes de retraite complémentaires obligatoire et facultatif par capitalisation est abordé en prenant comme référence des dispositions prudentielles applicables à l'assurance privée

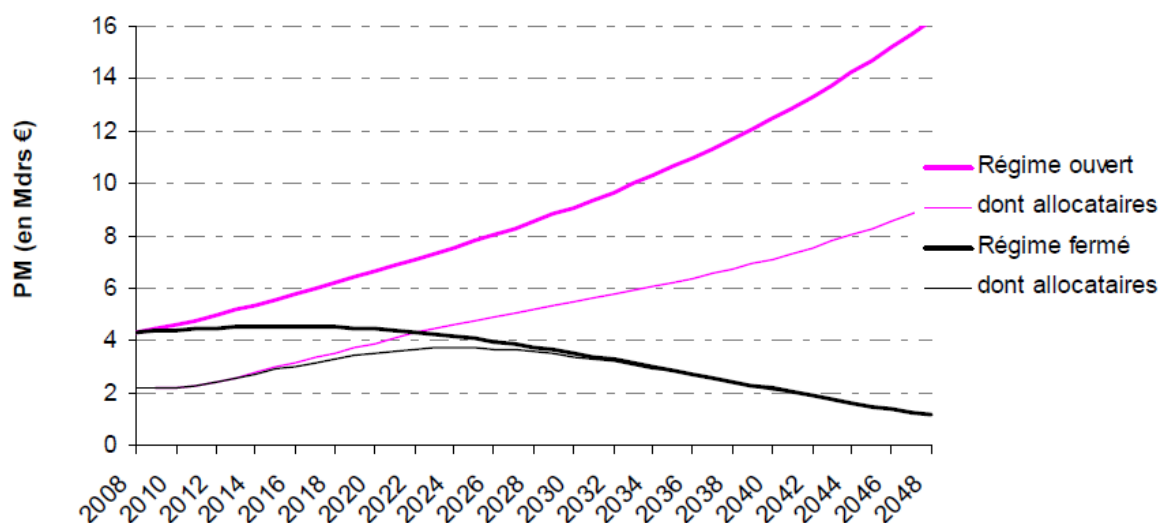
[696] L'approche adoptée est semblable à celle utilisée pour définir l'allocation du régime complémentaire par répartition. Cette approche passe par:

- la définition des différentes allocations stratégiques d'actifs à tester, caractérisées par différents niveaux de risque.
- la simulation de l'incidence de ces différentes allocations, et du rythme de convergence vers ces allocations, sur :
 - l'équilibre moyen du régime à long terme.
 - le risque au regard des objectifs visés et de la solvabilité du régime.
- la sélection, à partir de ces simulations, d'un ou de plusieurs profils d'allocation cibles, et un rythme de convergence,
- la définition des marges de manœuvre.

[697] Les projections des «engagements» sont fournies par le cabinet ANTEOO et reposent sur les données individuelles à fin 2008. Pour les cotisants (actifs), les projections de rentes et de provisions mathématiques reposent sur la table TGF05. Pour le stock allocataire à fin 2008 ; les projections de rentes reposent sur les tables TGH05 et TGF05 et les provisions mathématiques⁵⁷ à fin 2008 reposent sur la table de mortalité TPG93. Les provisions mathématiques convergent, à l'horizon 2021, vers un niveau correspondant à l'utilisation de la table unique TGF05.

⁵⁷ La provision mathématique, définie à l'article R. 331-3 du code des assurances, est différence entre les valeurs actuelles des engagements respectivement pris par l'assureur et par les assurés. Elle matérialise la valeur actuelle probable de l'engagement net.

Graphique 63 : Evolution des provisions mathématiques en régime fermé et en régime ouvert



Source : Etudes MERCER, 2009.

[698] Dans le graphique ci-dessus, la provision mathématique des allocataires fait référence à la part de la provision destinée à faire face aux engagements liés aux rentes en cours de service. La part restante correspond aux engagements afférents aux rentes futures des cotisants actifs. En régime fermé (pas de nouveaux entrants), provision mathématique globale et provision mathématique des allocataires convergent dans la mesure où au fur et à mesure que le temps passe les actifs liquident leur droit jusqu'à ce que la population ne soit plus composée que de rentiers.

[699] Plus précisément, les éléments suivants ont été utilisés :

- pour les retraités, la projection des rentes en cours de service, pour chaque génération de taux technique ;
- pour les générations antérieures à 1932, la projection des rentes, en supposant que ces générations liquident immédiatement leurs droits, et sur la base d'un taux technique de 4,5 % ;
- pour les actifs, la projection des transformations en rentes après le 31 décembre 2008 à partir des capitaux constitués à cette date sur la population des cotisants, avec une hypothèse de taux de capitalisation des capitaux constitués nul.

[700] Ces projections permettent de procéder à une modélisation en régime fermé (horizon de 40 années), c'est-à-dire sans tenir compte des nouvelles cotisations qui seront versées par les actifs.

[701] L'indicateur privilégié pour apprécier la solvabilité du régime est le suivant :

$$\frac{\text{Actif net} - \text{Provision pour risque d'exigibilité}}{\text{Provisions mathématiques} + \text{Provision de gestion} + \text{Marge de solvabilité}}$$

[702] La provision pour risque d'exigibilité (PRE), définie à l'article R. 331-3 du code des assurances, est une provision destinée à faire face aux engagements dans le cas de moins-value de l'ensemble des actifs non amortissables. En effet, le Plan Comptable des Assurances ne prévoit pas une dépréciation au premier euro ligne à ligne.

[703] La provision mathématique, définie à l'article R. 331-3 du code des assurances, est différence entre les valeurs actuelles des engagements respectivement pris par l'assureur et par les assurés. Elle matérialise la valeur actuelle probable de l'engagement net.

[704] La provision de gestion, également définie à l'article R. 331-3 du code des assurances, est destinée à couvrir les charges de gestion future non couvertes par ailleurs.

- [705] La marge de solvabilité est comme son nom l'indique un coussin de sécurité fixé par la réglementation des assurances à 4 % des provisions mathématiques
- [706] La caisse n'est soumise à aucune de ces dispositions prudentielles. Le choix se placer dans un cadre se rapprochant de celui applicable aux organismes assureurs vise à mieux refléter la réalité technique du régime. La question de la pertinence de ce choix est analysée par ailleurs (cf. annexe comptabilité), mais l'ayant fait il serait bon qu'elle en tire toutes les conséquences.
- [707] L'indicateur retenu appelle deux remarques. Il ne tient pas compte
- des plus-values latentes, en particulier sur l'immobilier ;
 - de provisions de type Provision pour Aléas Financiers (PAF)⁵⁸, qui pourraient devoir être constituées en cas d'insuffisance de rendement. En effet, garantir des taux techniques de 4,5 % implique que le taux de rendement de l'actif doit être au minimum égal à cette valeur. En cas d'insuffisance de rendement des actifs, la réglementation applicable aux organismes assureur prévoit la dotation d'une provision venant compenser l'insuffisance.

3.3. *Le régime invalidité-décès suit lui aussi une logique de capitalisation*

- [708] L'étude du régime invalidité-décès suit la même logique de modélisation que celle du régime complémentaire par capitalisation. L'approche se décompose en trois étapes. La première étape vise à modéliser les flux de cotisation et d'allocation sur 7 ans et à définir différentes allocations stratégiques d'actifs à tester, caractérisées par divers niveaux de risque.
- [709] Dans un second temps est simulée l'incidence de ces différentes allocations sur :
- l'équilibre moyen du régime à long terme ;
 - le risque au regard des objectifs visés.

4. LA MODELISATION FINANCIERE, COMPLETE, EST CEPENDANT OPTIMISTE NOTAMMENT SUR LES HYPOTHESES DE RENDEMENT DES ACTIONS ET DE VOLATILITE

- [710] Les modélisations retenues par MERCER se fondent à la fois sur une approche déterministe et sur une approche stochastique. L'approche est la même pour les trois régimes.
- [711] Une fois les scénarii déterministes simulés et leurs résultats analysés, des projections stochastiques ont également été menées afin de tenter d'appréhender l'incertitude inhérente à l'utilisation des scénarii déterministes, afin de tester, de façon la plus objective possible, l'incidence de la volatilité des marchés financiers sur l'évolution du régime, pour différents horizons jusqu'à un maximum de 10 années (à plus long terme, MERCER juge plus pertinent d'analyser les tendances définies par les scénarii déterministes).
- [712] Le scénario déterministe retenu comme central est un scénario dit « de stabilisation » : « *un scénario de stabilisation dans lequel les taux de croissance remontent progressivement, l'inflation hors matières premières reste sous le contrôle des banques centrales, les taux gouvernementaux remontent légèrement, les marchés actions reprennent une direction ascendante et les spreads de crédit diminuent tout en restant à un niveau supérieur à ceux observés avant le déclenchement de la crise. Le système reste potentiellement instable en raison du niveau de la masse monétaire et du mode de fonctionnement des marchés de capitaux.* »
- [713] Ce scénario est également le scénario médian autour duquel les scénarii stochastiques se distribuent.
- [714] MERCER prévoit également quatre scénarii alternatifs au scénario de stabilisation :

⁵⁸ LA PAF fait partie des provisions techniques listées à l'article R. 331-3 du code des assurances.

- un scénario de faible croissance et de faible inflation ;
- un scénario de faible croissance et de forte inflation ;
- un scénario de sensibilité au rendement des actions ;
- un scénario de « stress » sur les actifs risqués (actions et obligations d'entreprises).

[715] Les paramètres utilisés pour la modélisation sont explicités au sein de l'étude, ceux relatifs au scénario central sont reportés dans le tableau suivant.

Tableau 82 : Paramètres de modélisation financière retenus par MERCER dans son scénario central

	2008	2009	2010	2011	2012	>2012
Taux de croissance		0,00 %	1,00 %	1,50 %	1,75 %	1,75 %
Taux d'inflation		1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
Taux monétaire	2,50 %	1,00 %	2,00 %	3,00 %	3,25 %	3,25 %
Taux fixe Etat AAA 10 ans	3,75 %	3,50 %	3,75 %	4,00 %	4,25 %	4,25 %
Taux fixe Etat AAA 5 ans	3,00 %	2,75 %	3,25 %	3,50 %	3,75 %	3,75 %
Taux indexé Etat AAA 10 ans	2,10 %	1,95 %	1,95 %	1,95 %	1,95 %	1,95 %
Inflation implicite 10 ans	1,60 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,25 %
Spread AAA > 10 ans	1,95 %	1,75 %	1,50 %	1,25 %	1,00 %	1,00 %
Spread 5ans	4,30 %	3,50 %	2,50 %	2,00 %	1,50 %	1,50 %
Taux de défaut		2,00 %	1,50 %	1,00 %	0,50 %	0,50 %
Rendement des actions		6,75 %	6,50 %	6,75 %	7,00 %	7,25 %

Source : Etudes MERCER, 2009.

[716] S'il est vrai que des études économiques menées au sujet des actions conduisent à considérer des rendements sur longue période correspondant à ceux retenus dans le tableau ci-dessus, il est toutefois possible de s'interroger sur la pertinence et l'optimisme d'une telle approche dans un contexte de début de crise comme celui de l'époque. En outre, les études en question sont généralement réalisées sur de très longues périodes, et considèrent en général des indices dont la construction même ne permet pas d'apprécier la rentabilité des actions sur longue période. Qui plus est, les résultats sont particulièrement sensibles au choix de la période de référence.

[717] La même observation peut être faite à l'égard de l'approche stochastique qui retient comme volatilité des actions la valeur de 20 % : ce chiffre correspond peut-être à ce que l'on a pu constater pour des indices sur une longue période mais peut ne pas être adapté au portefeuille de la CAVP. Il est utile de rappeler qu'en 2008, au plus fort de la crise, il n'était pas rare pour certains titres d'afficher des volatilités implicites de l'ordre de 70 % ou 90 %. Sans aller jusqu'à de telles extrémités, il est regrettable que les études n'analysent pas les impacts d'un accroissement de la volatilité, ne serait-ce que pour disposer d'un ordre de grandeur de la sensibilité à ce paramètre.

[718] Dans le cadre de l'étude, le cabinet MERCER a testé différentes allocations. L'objectif est d'en limiter le nombre tout en couvrant un très large spectre, en faisant varier la part des actions, la part des obligations d'entreprises, la *duration*⁵⁹ des obligations et la part des obligations indexées à l'inflation.

⁵⁹ La *duration* d'une obligation est la durée de vie moyenne de tous les flux (intérêts et capital) actualisés. Elle correspond à la somme des durées pondérées par les valeurs actualisées des flux à percevoir rapportée à la valeur présente du titre. Exprimée en unités de temps elle 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.

Tableau 83 : Allocations testées respectivement pour le régime complémentaire par répartition

	Monétaire	Etat AAA taux fixe 5 ans	Etat AAA taux fixe 10 ans	Etat AAA indexé 10 ans	Entreprises AAA-BBB 5ans	Actions
Allocation 1.1 défensive	5 %		85 %			10 %
Allocation 1.2 défensive	15 %	55 %		20 %		10 %
Allocation 2.1 prudente	5 %		55 %		10 %	30 %
Allocation 2.2 prudente	15 %	45 %			10 %	30 %
Allocation 3 équilibrée	5 %	10 %	10 %	5 %	15 %	55 %
Allocation 4 dynamique	5 %			5 %	15 %	75 %

Source : Etudes MERCER ; 2009

Tableau 84 : Allocations testées pour le régime complémentaire par capitalisation

	Monétaire	Obligations en direct	Obligations OPC	Actions	Immobilier
Allocation 1	5 %	60 %	15 %	10 %	10 %
Allocation 2	25 %	15 %	40 %	10 %	10 %
Allocation 3	5 %	55 %	15 %	15 %	10 %
Allocation 4 (actuelle)	20 %	15 %	40 %	15 %	10 %
Allocation 5 (stratégique 2006)	5 %	50 %	15 %	20 %	10 %
Allocation 6	15 %	15 %	40 %	20 %	10 %
Allocation 7	5 %	45 %	15 %	25 %	10 %
Allocation 8	15 %	15 %	35 %	25 %	10 %
Allocation 9	5 %	40 %	15 %	30 %	10 %
Allocation 10	10 %	15 %	35 %	30 %	10 %

Source : Etude MERCER, 2009.

Tableau 85 : Allocations testée pour le régime invalidité décès

	Monétaire	Obligations en direct	Obligations OPC	Actions
Allocation 1	15 %	75 %	0 %	10 %
Allocation 2	40 %	0 %	50 %	10 %
Allocation 3	15 %	60 %	0 %	25 %
Allocation 4 (actuelle)	35 %	0 %	40 %	25 %
Allocation 5 (stratégique 2006)	15 %	45 %	0 %	40 %
Allocation 6	30 %	0 %	30 %	40 %
Allocation 7	15 %	30 %	0 %	55 %
Allocation 8	25 %	0 %	20 %	55 %
Allocation 9	15 %	15 %	0 %	70 %
Allocation 10	20 %	0 %	10 %	70 %

Source : Etude MERCER, 2009.

[719] On notera la part limitée des actions dans le cas de la gestion par capitalisation pour laquelle les contraintes de «passif» fortes et à long terme imposent une gestion majoritairement obligataire. Le cadre dans lequel se placent les études est en effet plus strict et contraignant pour ce qui est de la capitalisation dans la mesure où la contrainte à satisfaire est la couverture des « engagements » donnés aux affiliés du régime. Cette contrainte est des plus fortes et impose une sécurité certaine afin de limiter les situations dans lesquelles les placements sont insuffisants pour assurer cette couverture. De ce fait, la part des actions est réduite au motif de leur forte volatilité et des risques importants que cette classe d'actifs véhicule. Inversement, le cadre théorique attaché aux régimes par répartition dans les études est plus lâche et il n'est pas défini de notion aussi contraignante que de la couverture des « engagements ».

5. LES INTERACTIONS ENTRE L'ACTIF ET LE «PASSIF» SONT PRISES EN COMPTE PAR LE BIAIS D'UNE ANALYSE RENDEMENT-RISQUE ET DE STRESS TESTS

5.1. *Le rendement des réserves du régime de retraite complémentaire par répartition permettrait d'aboutir à un taux de revalorisation de 2,0 % sans mettre en cause la pérennité du régime*

[720] L'équilibre du régime sur longue période est, en premier lieu, évalué à partir du scénario de stabilisation. Pour chaque allocation, sont calculés :

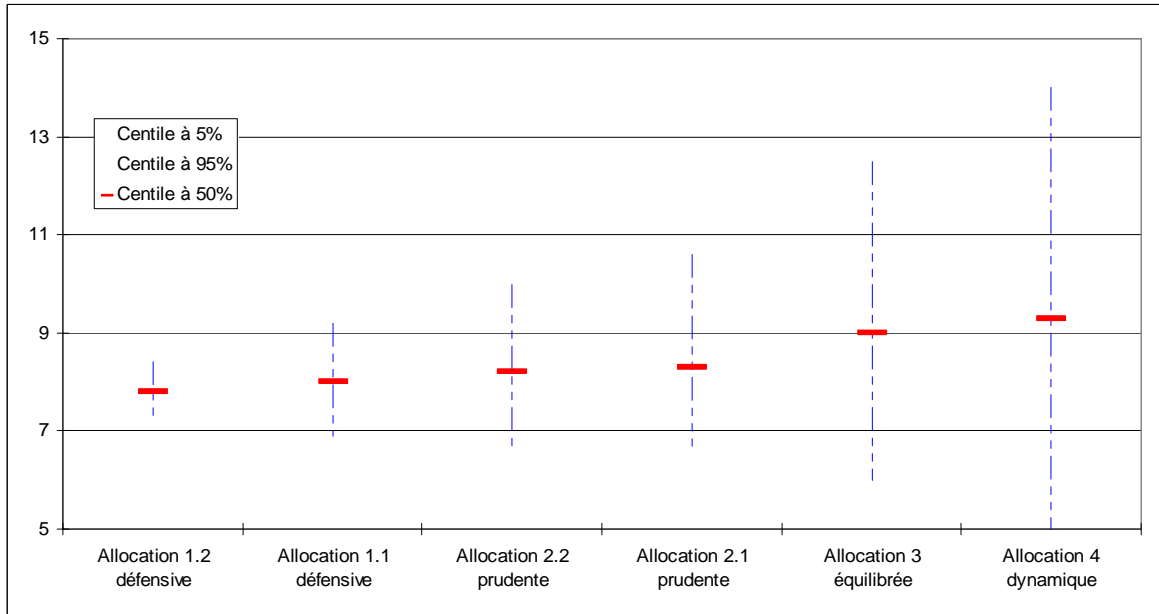
- le taux de revalorisation de la cotisation de référence et de l'allocation qui permet d'atteindre un montant de réserves équivalent à 5 années de prestations dans 50 ans ;
- le taux de revalorisation qui permet de stabiliser le montant des réserves à un niveau supérieur à 5 années de prestations en tendance à très long terme (50 ans et au-delà).

[721] **L'analyse faite par MERCER conclut que, dans le scénario de stabilisation, le rendement des réserves permet d'aboutir à un taux de revalorisation de 2,0 % sans mettre en cause la pérennité du régime (au moins 5 années de prestation en réserves et, au-delà, stabilité des réserves).**

[722] Pour un niveau de revalorisation de la cotisation de référence de 4 % par an, la revalorisation maximum de l'allocation entière compatible avec la stabilité du régime à long terme est de 3,6 %.

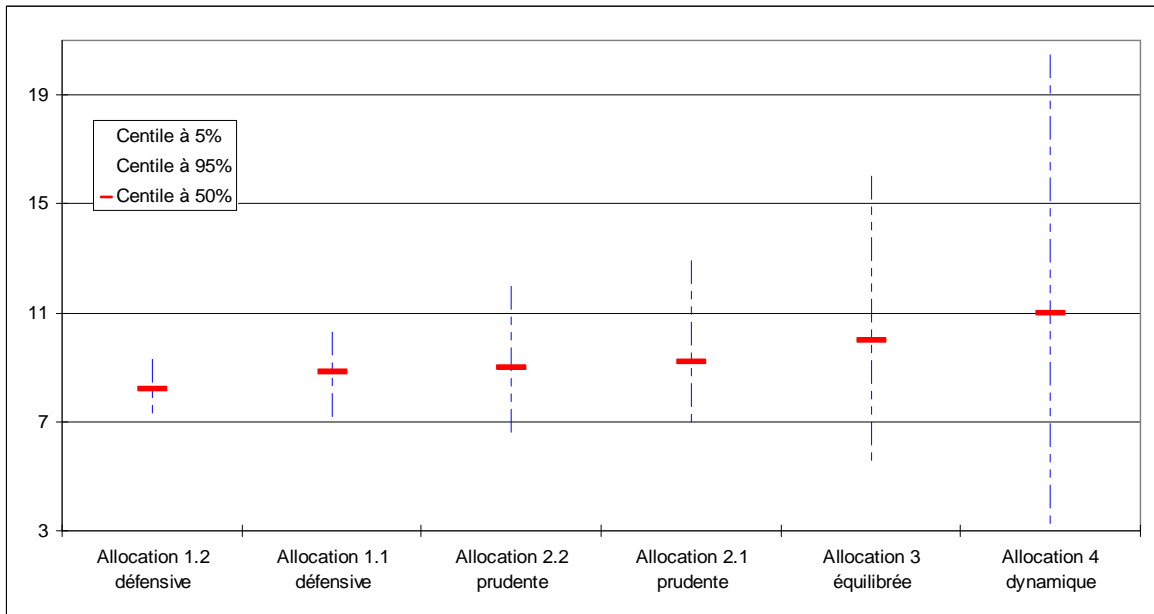
[723] Afin d'appréhender le niveau de risque associé à chaque allocation, MERCER a simulé, sur un horizon de 1 à 10 ans, l'évolution du régime à partir de scénarii stochastiques. Ces simulations permettent de représenter la distribution du montant des réserves en années de prestations.

Graphique 64 : Analyse rendement-risque à horizon 5 ans : moyenne et dispersion des réserves en années de prestations



Source : Représentation IGAS fondée sur les études MERCE de 2009.

Graphique 65 : Analyse rendement-risque à horizon 10 ans : moyenne et dispersion des réserves en années de prestations



Source : Représentation IGAS fondée sur les études MERCE de 2009.

[724] Les graphiques ci-dessus expriment pour chaque allocation d'actifs étudiée, la valeur moyenne des réserves (trait rouge) exprimée en années de prestations ainsi que la dispersion autour de cette moyenne. La dispersion est ici représentée au moyen des quantiles à 5 % (base du trait discontinu bleu) et à 95 % (sommet du trait discontinu bleu). Le quantile à 5 % est la valeur maximale des réserves observable dans 5 % des cas les plus défavorables. Par exemple, en ce qui concerne l'allocation 1.1, cette valeur est d'environ 7 années de prestations, ce qui signifie qu'il y a une probabilité de 5 % pour que le montant des réserves soit inférieur à cette valeur. Ce quantile est utilisé dans les études comme une mesure de risque. De même le quantile à 95 % correspond à la valeur maximale des réserves observable dans 95 % des cas les plus défavorables. En d'autres termes, c'est la valeur minimale des réserves dans 5 % des cas les plus favorables. Par exemple, dans 95 % des *scenarii*, les réserves de l'allocation 1.1 sont inférieures à 10,3 années de prestations, ce qui implique que dans 5 % des cas, ces dernières sont supérieures à ce montant. Ce quantile permet d'estimer le montant qui est atteignable dans les environnements les plus favorables et optimistes.

[725] La dispersion affichée permet de prendre conscience du coût en matière de risque inhérent à la volonté d'atteindre les niveaux de réserves les plus importants. Une allocation plus risquée permet d'espérer un rendement moyen plus important par rapport à une allocation eu risquée mais se traduit par une forte dispersion. Chercher une forte performance c'est aussi risquer des pertes importantes.

[726] Afin de prendre en compte la survenance d'un événement extrême, un scénario dit de *stress* a été retenu (chute des actions 40 % en 2009 puis reprise sur la tendance). Sur cinq ans, les résultats produits par le scénario de *stress* sont équivalents au centile à 10 % de la modélisation stochastique. Le scénario de *stress* est ainsi équivalent à une perte ayant moins de 10 % de chances de se produire ou, dit différemment, se produisant seulement tous les 10 ans. Ce *stress test* donne le même résultat que le dixième des cas les plus défavorables de la modélisation stochastique, ce qui correspond donc à un niveau de probabilité non négligeable. Il est toutefois important de noter que compte tenu de la tendance de croissance forte des actions, la chute de 40 % suivie d'une reprise ne peut être considérée comme un scénario extrêmement « stressant ». La crise actuelle montre que les marchés peuvent subir d'importantes baisses qui ne sont pas suivies de reprises fortes et immédiates.

Tableau 86 : Indicateurs de solvabilité à 1 an et 5 ans suite à la simulation de l'événement de stress

	Allocation 1.1 défensive	Allocation 1.2 défensive	Allocation 2.1 prudente	Allocation 2.2 prudente	Allocation 3 équilibrée	Allocation 4 dynamique
Indicateurs (1 an)						
Réserves en années de prestations	6,8	6,7	6,2	6,1	5,4	4,8
Rendement financier annualisé	2,4 %	0,4 %	-7,2 %	-8,6 %	-19,4 %	-28,7 %

	Allocation 1.1 défensive	Allocation 1.2 défensive	Allocation 2.1 prudente	Allocation 2.2 prudente	Allocation 3 équilibrée	Allocation 4 dynamique
Indicateurs (5 ans)						
Réserves en années de prestations	7,6	7,5	7,2	7,1	6,6	6,2
Rendement financier annualisé	3,2 %	2,9 %	1,9 %	1,5 %	-0,1 %	-1,9 %

Source : *Etudes MERCER, 2009.*

[727] Le scénario de *stress* permet de prendre conscience de l'ordre de grandeur de l'impact d'une crise telle que celle modélisée. Les allocations affichant une forte exposition aux marchés actions sont particulièrement touchées. Même avec une reprise des marchés l'année suivante, on constate qu'au bout de 5 ans, les allocations 3 et 4 affichent toujours des performances négatives en dépit du taux de croissance optimiste des marchés actions en ce qui concerne les années *post choc*

5.2. Si l'objectif de rémunération des capitaux est maintenu à inflation + 2,5 %, les ratios de « solvabilité » des régimes de retraite complémentaires obligatoire et facultatif par capitalisation se dégradent rapidement.

[728] Pour chaque allocation, sont calculés :

- le rendement distribuable aux cotisants sur les dix prochaines années, en régime fermé, permettant d'équilibrer les comptes chaque année en fonction des règles de modélisation retenues ;
- le rendement distribuable annuel, en régime fermé et en régime ouvert, permettant d'équilibrer les comptes en moyenne sur longue période.

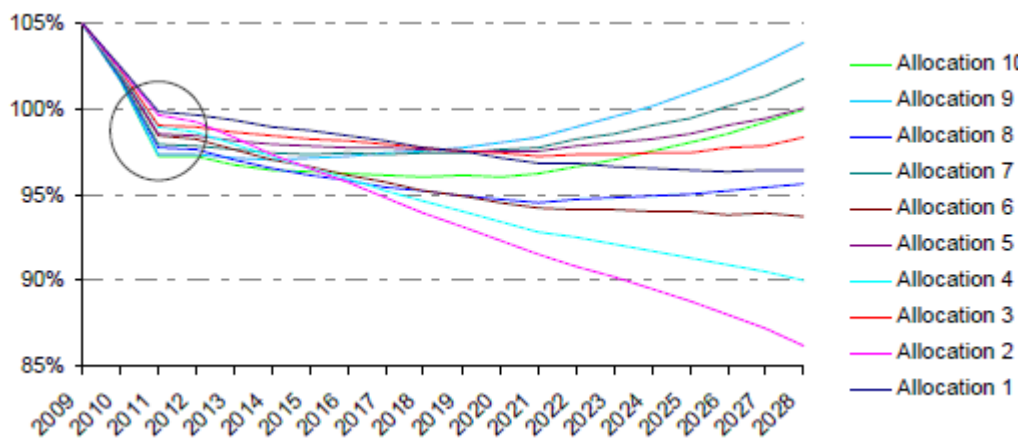
[729] Un scénario de stress est également simulé. Ce dernier est caractérisé par une baisse des taux de rémunération de toutes les classes d'actifs, et une baisse du taux technique à 1,50 % pour les prochaines liquidations.

[730] Dans ce scénario et en régime fermé, le taux technique moyen est au maximum de 1,70 %, alors que le taux de rendement net des obligations tend vers 2,80 %. Il n'y a pas de risque d'insuffisance de rendement **dès lors que le niveau de distribution est limité.**

[731] **Si l'objectif de rémunération des capitaux est maintenu à inflation + 2,5 %, soit 3,5 % dans ce scénario, les ratios de solvabilité se dégradent rapidement.**

[732] Le graphique ci-dessous illustre ce phénomène pour les différentes allocations (sur 20 ans), en régime fermé.

Graphique 66 : Evolution de l'indicateur de solvabilité dans le scenario de stress



Source : Etudes MERCER, 2009.

[733] Ce graphique illustre :

- l'effet négatif des actions à court terme et positif en tendance (allocations 9 et 10) ;
- l'effet négatif en tendance d'une *duration* courte des placements obligataires (allocations 2 et 4).
- **le risque « d'insolvabilité » du régime à court terme.**

[734] L'insolvabilité doit être ici comprise au sens du cadre théorique et conceptuel posé par les études. Comme il l'a rappelé la première partie, il ne peut y avoir insolvabilité au sens strict du terme puisqu'il n'y a pas d'engagement. L'insolvabilité doit être ici entendue comme l'incapacité de couvrir les rentes telles qu'attendues à l'instant de l'évaluation.

[735] Plus précisément, le risque « d'insolvabilité » du régime à court terme naît essentiellement de la nécessité de provisionner les moins-values durables⁶⁰.

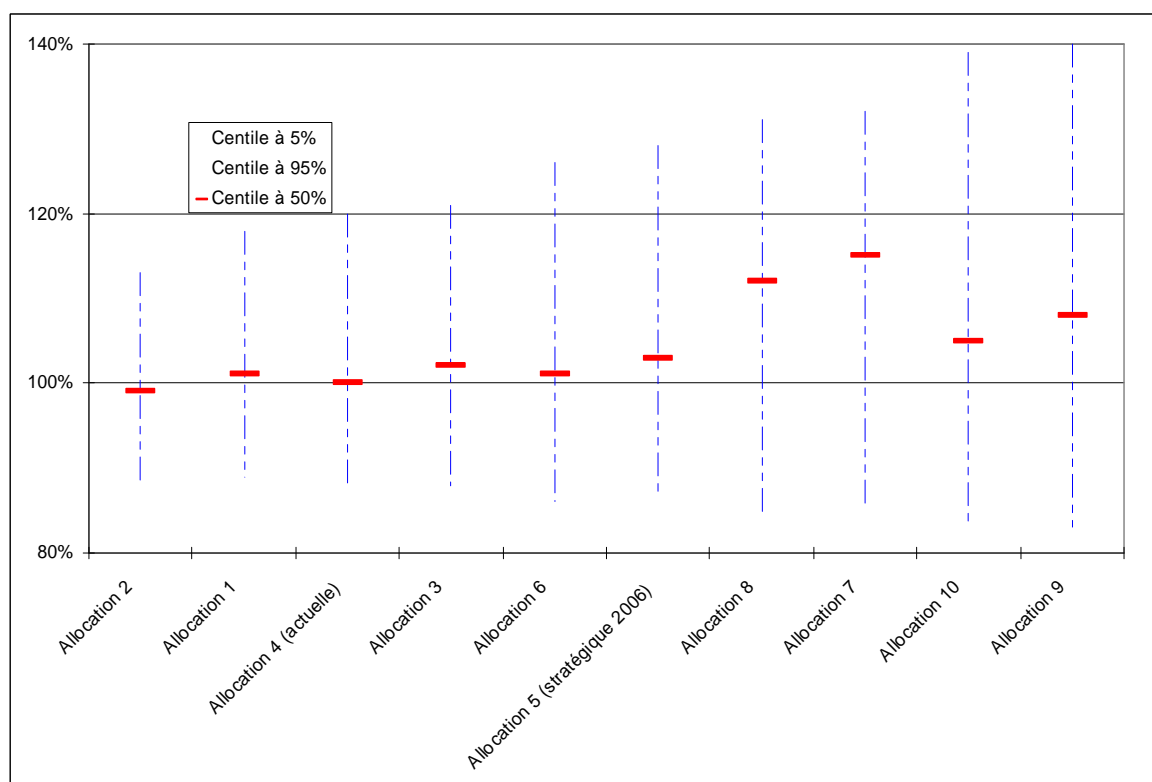
[736] Compte tenu du niveau des moins-values latentes à fin 2008 et du niveau des taux monétaires, et dans un scénario de poursuite de la baisse des actions, l'approche prudente conseillée à l'époque par le cabinet MERCER consistait à vendre des actions pour se prémunir d'une baisse potentielle ainsi que de céder de l'immobilier pour dégager des plus-values. En effet, investir tôt dans des titres de longue maturité offrant un rendement suffisant permet de couvrir les taux techniques et la revalorisation.

[737] **Fin juin 2012, la situation est comparable à celle de l'étude dans la mesure où le régime ne dispose pas de réserves de plus-values substantielles, en dehors de plus-values latentes sur le patrimoine immobilier, celui-ci étant peu liquide et valorisé sur la base de prix estimés.**

[738] Les projections stochastiques réalisées permettent d'encadrer l'incertitude et de déterminer la distribution de probabilité du ratio de couverture des « engagements » tel que défini *supra* :

$$\frac{\text{Actif net} - \text{Provision pour risque d'exigibilité}}{\text{Provisions mathématiques} + \text{Provision de gestion} + \text{Marge de solvabilité}}$$

Graphique 67 : Analyse rendement-risque à horizon 10 ans : taux de couverture

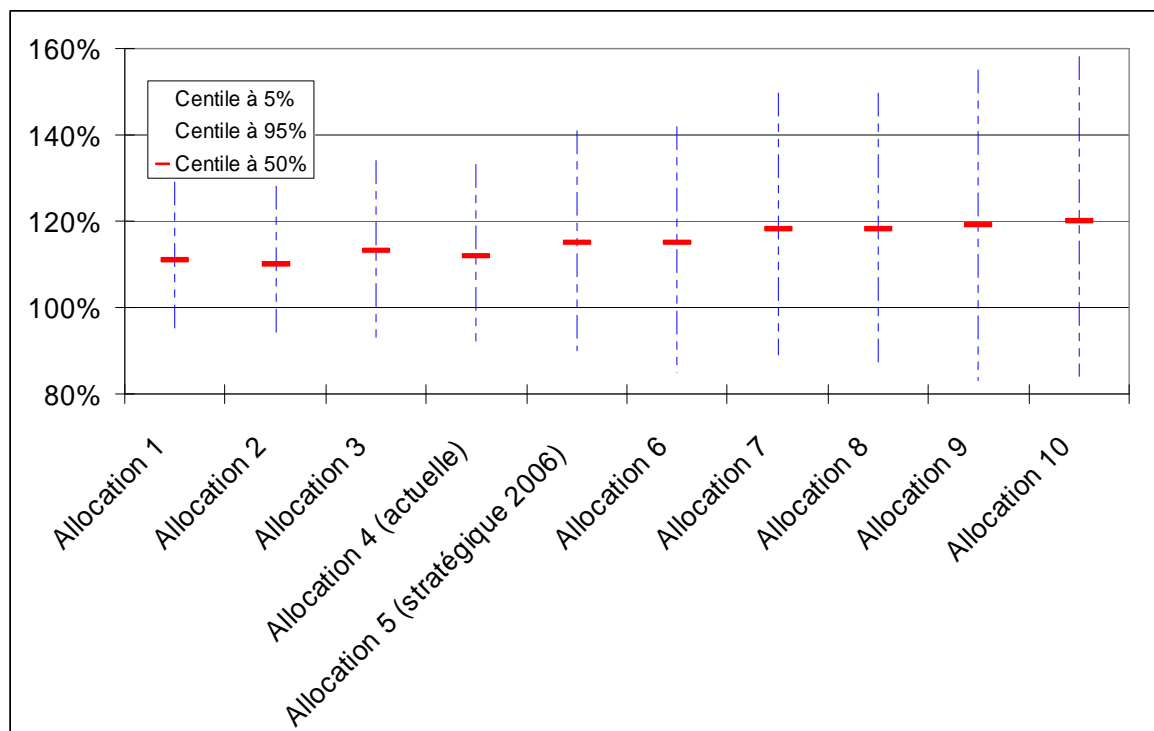


Source : Représentation IGAS d'après les études MERCER de 2009.

[739] La même analyse est effectuée pour le ratio intégrant les plus ou moins values latentes du portefeuille.

⁶⁰ Les seules prises en compte par les études dans la mesure où l'approche est calquée sur celle du code des assurances qui n'impose pas la dépréciation dès le premier euro.

Graphique 68 : Analyse rendement-risque à horizon 10 ans : taux de couverture intégrant les plus-values latentes



Source : Représentation IGAS d'après les études MERCER de 2009.

[740] Les allocations correspondant à des investissements prépondérant en obligations de longues maturités (allocations 1, 3 et 5) ont pour résultat des taux de couverture médians satisfaisants de l'ordre de 110 % à 115 % avec des probabilités de non couverture des engagements bien plus faibles que les allocations caractérisés par une forte présence d'investissements actions ou en produit de taux courts.

5.3. *Dans le cadre du scénario de stabilisation, toutes les allocations permettent d'atteindre un niveau de provisionnement de 100 % du régime invalidité-décès en 2015*

[741] Dans le scénario de stabilisation, toutes les allocations permettent d'atteindre un niveau de provisionnement de 100 % en 2015, dès lors que le taux de revalorisation est limité à 2 % par an, soit le taux d'inflation anticipé.

[742] Les allocations pour lesquelles le compartiment obligataire est investi en direct (par opposition à l'investissement en OPCVM) offrent un meilleur couple rendement / risque, en raison du mode de comptabilisation des titres en direct. La constitution de lignes en direct s'agissant de l'obligataire est recommandée par MERCER.

[743] Le risque de ne pas atteindre un niveau de provisionnement de 100 % en 2015 est d'autant plus élevé que la part des actions est élevée.

6. BIEN QUE LES RECOMMANDATIONS DU CABINET DE CONSEIL SOIENT EN LIGNE AVEC LES ANALYSES CONDUITES, LES LARGES FOURCHETTES ENCADRANT LES ALLOCATIONS STRATEGIQUES NE SONT PAS JUSTIFIEES

[744] Les recommandations afférentes aux allocations stratégiques issues des études faites par MERCER se trouvent synthétisées dans les tableaux ci-dessous.

Tableau 87 : Allocations préconisées pour la part du régime complémentaire géré par réparation.

	Minimum	Allocation cible	Maximum
Monétaire et gestion alternative	0 %	10 %	15 %
Obligations gouvernementales à taux fixe	0 %	15 %	40 %
Obligations gouvernementales à taux indexé sur l'inflation	0 %	5 %	10 %
Obligations d'entreprises	10 %	20 %	30 %
Actions	35 %	50 %	65 %

Source : Etudes MERCER, 2009.

Tableau 88 : Allocations préconisées pour la part du régime complémentaire gérée par capitalisation

	Allocation fin 2008	Réallocation conservatoire 2009	Minimum	Allocation cible	Maximum
Monétaire et gestion alternative	19 %	<<19 %	0 %	5 %	10 %
Obligations à taux fixe en direct	15 %	>>15 %	40 %	50 %	60 %
Obligations via des OPC	42 %	<42 %	0 %	10 %	20 %
Obligations gouvernementales indexées sur l'inflation	1 %	1 %	0 %	5 %	10 %
Actions	14 %	<14 %	15 %	20 %	25 %
Immobilier	9 %	<9 %	5 %	10 %	15 %

Source : Etudes MERCER, 2009.

Tableau 89 : Allocations préconisées pour le régime invalidité décès

	Minimum	Allocation cible	Maximum
Monétaire	10 %	15 %	30 %
Total monétaire	10 %	15 %	30 %
obligations zone euro de <i>duration</i> 7-10ans	30 %	45 %	60 %
Obligations internationales couvertes contre le risque de change	0 %	5 %	10 %
Total obligations	10 %	50 %	60 %
Actions zone euro		17,5 %	
Actions internationales couvertes à 50 % contre le risque de change	20 %	17,5 %	50 %
Total actions	20 %	35 %	50 %

Source : *Etudes MERCER, 2009.*

[745] L'examen de ces préconisations appelle trois remarques majeures. **En premier lieu, la longueur des intervalles tolérée par MERCER entre la borne minimale et maximale pour chaque classe d'actif est particulièrement importante et contraste avec le sérieux affiché dans les études de risque.** Une allocation stratégique respectant l'allocation cible est totalement différente de celles correspondant aux bornes maximales et minimales autorisées. En particulier, les quantiles présentés dans le cadre des régimes par capitalisation amènent à des compositions, et donc des analyses, pour le moins différentes, si on considère une allocation comportant 15 % d'action et une autre en prévoyant 25 %.

[746] **Le regroupement des actifs monétaires et de gestion alternative n'a pas de sens.** Les actifs monétaires ont vocation à être des actifs de taux de court terme (leur horizon de placement étant inférieur à 6 mois) alors que la gestion alternative se caractérise par des stratégies hautement risquées et spéculative à un horizon plus important (cf. annexe 9 analyse technique et juridique des OPCVM). Le comportement des deux compartiments est de fait radicalement différent.

[747] **Enfin, la différence de traitement entre les régimes par répartition et ceux par capitalisation amène à penser que la répartition est plus tolérante à une forte proportion d'actions.** Ce fait n'est pas démontré à ce jour ni dans les études de MERCER ni dans la littérature. L'approche utilisée pour examiner la viabilité des régimes par capitalisation amène à considérer la notion de représentation des engagements sur le long terme, engagements qui sont provisionnés. En simplifiant à outrance, il s'agit simplement de regarder si, au fil du temps, les actifs sont en mesure de couvrir les «passifs». Généralement, le surplus des actifs sur les «passifs» n'est pas suffisant pour autoriser les placements les plus risqués, si bien que même si le potentiel de rendement des actions est important, leur potentiel de perte l'étant tout autant, il convient de limiter de tels investissements afin d'éviter la non couverture des engagements. MERCER appelle d'ailleurs l'attention sur ce point

[748] Le parti pris dans l'analyse des régimes par répartition est différent. Dans la mesure où les cotisations sont destinées à financer les prestations, les éventuelles réserves sont considérées comme « une poire pour la soif » permettant de lisser une éventuelle bosse démographique ou tout autre choc futur. La difficulté d'appréhender la nature des déficits futurs, de les projeter, de choisir un horizon temporel pour les calculs et de disposer d'une véritable règle prudentielle comme celle de la couverture des engagements fait que, souvent, il est plus simple de se contenter de raisonner sur la période d'extinction des réserves dans tel ou tel cas jugé probable ou défavorable.

[749] En réalité, l'approche utilisée en capitalisation est transposable aux régimes par répartition, il faut alors que les réserves assurent la couverture de la valeur actualisée d'une chronique de déficits futurs correspondant, sur un horizon donné, à des évènements dont on estime qu'il appartient aux réserves et non à l'ajustement du couple cotisations/prestations de les couvrir. C'est sur la base d'un raisonnement formalisé de ce type, qui détermine le volume et l'horizon des «passifs» à couvrir que l'autorisation au recours à une part importante d'investissements sous forme d'actions doit être analysée. Les risques encourus doivent alors être évalués à l'aune des liens entre réserves et cotisations de manière dynamique. De manière très concrète, dans les cas où la prise de risques substantielle amènerait à des pertes conséquentes, les questions de l'augmentation des cotisations ou de la diminution des prestations se poseraient. En termes simples et directs, est-il dans la philosophie de la CAVP de faire payer le risque par ses affiliés ?

Annexe 9 : Analyse technique et juridique des OPCVM

- [750] La gestion financière des réserves de la CAVP est marquée par un recours important aux OPCVM. A fin 2011, ces derniers représentent 71 % de la valeur nette comptable des placements mobiliers et immobiliers de la caisse.
- [751] Ces OPCVM peuvent être soit dédiés à la CAVP, 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 CAVP a largement recours aux OPCVM dédiés. A la clôture 2011, ces derniers représentent 67 % de la valeur nette comptable de l'ensemble des OPCVM et 48 % de celle de l'ensemble des placements mobiliers et immobiliers.
- [752] Afin d'évaluer la pertinence de ce mode de gestion, et compte tenu du nombre important d'OPCVM (103 fonds à fin 2011 dont 36 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 d'un échantillon d'OPCVM.
- [753] Le tableau suivant présente les fonds sondés par la mission.

Tableau 90 : Inventaire des OPCVM sondés par la mission (M€)

Code ISIN	Désignation du titre	Valeur nette	Valeur de réalisation	Type d'OPCVM
FR0010588442	HSBC PHARMA OBL TX	238,1	248,7	dédié
FR0010342246	INDOPHARMA OBLIMONDE	163,6	168,9	dédié
FR0010746958	HSBC PHARMA OBLIG GOUV	138,3	130,5	dédié
FR0010564286	PHARMA SELECTION OC	120,8	112,4	dédié
FR0010343244	CA PHARMA GLOBAL	104,4	107,4	dédié
FR0010840769	AVIVA OBLIGATIONS 2014	103,1	106,0	dédié
FR0010337535	CADUCEE OBLIG INTER	99,2	101,0	dédié
FR0010564294	PHARMA SELECTION OE	86,5	87,5	dédié
FR0010341867	NATIO FDS PHARMA ACT	63,8	67,8	dédié
FR0010564260	PHARMA SELECTION DV	56,1	55,5	dédié
FR0010564252	PHARMA SELECTION AI	53,5	54,3	dédié
FR0010442996	LYXOR PHARMA ALTERNAT	40,9	40,7	dédié
FR0010734020	CPR PHARMA BASE CREDIT	40,0	41,1	dédié
FR0010582544	PHARMA SELECTION AE	37,0	34,0	dédié
FR0010605998	SOGEPHARMA REVERSE	32,3	27,8	dédié
FR0011079656	CCR MACRO COUVER.ACT	15,0	15,1	dédié
FR0011079623	CCR MACRO COUVERT.TX	10,0	10,0	dédié
FR0011079599	CCR MACRO C.CH.3D	10,0	10,0	dédié
FR0010564278	PHARMA SELECTION MD	1,0	1,1	dédié
FR0010030015	CS PHARMA ALTERNATIF	0,5	0,8	dédié
FR0010027664	RICH COURT PHARMA ALTERNAT	0,3	0,3	dédié
FR0010611335	PALATINE MOMA B	82,6	82,6	non dédié
FR0010750984	LBPAM EON 6-12 MOIS I	41,1	41,2	non dédié
LU0332400828	JPM EM.MKTS LOC.CURR.C USD C	30,8	30,8	non dédié
IE00B29K0P99	EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A	20,4	21,3	non dédié
LU0255798018	PICTET EMER LOCAL CUR DEBT I	15,7	15,9	non dédié
LU0555022697	ING L RENTA EM.MKT.DEBT LC I C	9,8	9,9	non dédié
LU0234594009	HSBC GLOB.EME.I C.	9,8	9,7	non dédié
IE0004866889	BARING HONG KONG CHINA FUND A EUR			
LU0201576070	AMUNDI FUNDS EQUITY LATIN AMERICA			
	TOTAL 2011	1 624,8	1 632,3	

Source : CAVP.

[754] La sélection faite par la mission a été réalisée de sorte que tous les types de fonds soient représentés (catégories AMF) que ceux-ci soit dédiés ou ouvert, de grande taille ou plus modestes. L'échantillon se veut aussi représentatif des montants investis ce qui explique en partie la prédominance des fonds dédiés. La mission souhaitait également mettre l'accent sur la conformité des fonds à la réglementation ou du moins à son esprit. Aussi, 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 de manœuvre nécessaires pour imposer ses contraintes. Ce point explique le tropisme en faveur des fonds dédiés.

[755] Cet échantillon de 30 fonds dont 20 sont dédiés, représente 38 % des OPCVM de la caisse en valeur nette comptable à fin 2011. Plus précisément, l'échantillon recouvre 49 % des OPCVM dédiés (en valeur nette comptable) et 15 % des OPCVM ouverts.

[756] La revue détaillée conduite par la mission (cf. *infra*) appelle de multiples observations qui sont détaillées dans le corps du rapport. *In fine*, la mission considère 24 OPCVM sur les 30 sondés, soit 60 % de la valeur nette comptable de ces OPCVM, ne sont pas conformes à l'esprit des dispositions du décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002. Sans extrapoler de façon hasardeuse ce taux à l'ensemble du portefeuille, notons toutefois que ces 24 OPCVM représentent 16 % du portefeuille en valeur nette comptable à fin 2011.

Tableau 91 : Liste des OPCVM jugés comme non conformes par la mission

Désignation du titre	Valeur nette	Univers d'investissement	Produits dérivés	Risque de change
INDOPHARMA OBLIMONDE	163,6		x	x
PHARMA SELECTION OC	120,8	x	x	x
CA PHARMA GLOBAL	104,4	x	x	x
CADUCEE OBLIG INTER	99,2			x
PHARMA SELECTION OE	86,5	x	x	x
NATIO FDS PHARMA ACT	63,8	x	x	x
PHARMA SELECTION DV	56,1	x	x	x
PHARMA SELECTION AI	53,5	x	x	x
LYXOR PHARMA ALTERNAT	40,9	x	x	x
PHARMA SELECTION AE	37,0	x	x	x
SOGEPHARMA REVERSE	32,3	x	x	
JPM EM.MKTS LOC.CURR.C USD C	30,8	x	x	x
EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A	20,4	x	x	x
PICTET EMER LOCAL CUR DEBT I	15,7	x	x	x
CCR MACRO COUVER.ACT	15,0		x	x
CCR MACRO COUVERT.TX	10,0		x	x
CCR MACRO C.CH.3D	10,0		x	x
ING L RENTA EM.MKT.DEBT LC I C	9,8	x	x	x
HSBC GLOB.EME.I C.	9,8	x	x	x
PHARMA SELECTION MD	1,0	x	x	x
CS PHARMA ALTERNATIF	0,5	x	x	
RICH COURT PHARMA ALTERNAT	0,3	x	x	x
BARING HONG KONG CHINA FUND A EUR		x	x	x
AMUNDI FUNDS EQUITY LATIN AMERICA		x	x	x
TOTAL 2011	981,5			

Source : IGAS.

[757] La mission a adopté une approche transversale. L'analyse conduite ne se borne donc pas à une vérification des dispositions réglementaires et inclut, plus généralement, des considérations en matière de gestion des risques et d'adéquation des actifs aux passifs.

[758] La présente annexe décrit un à un les fonds inclus dans l'échantillon et vient documenter les observations formulées.

1. LES OPCVM DEDIES

1.1. Les fonds alternatifs

1.1.1. CS PHARMA ALTERNATIF FCP (FR0010030015)

[759] La mission a retenu dans son échantillon le fonds dédié CS PHARMA ALTERNATIF dont la société de gestion est Crédit Suisse Asset Management. Elle a examiné le dossier qui lui a été fourni par la caisse dont la dernière pièce datait du 2 mai 2011 et a demandé des compléments d'information.

[760] Compte tenu de l'évolution de ce fonds, les investigations standard concernant le suivi se sont avérées non pertinentes puisque le fond a été fermé, en pratique, début 2007. La présente partie traite donc du choix du fonds et des conditions de sa liquidation.

1.1.1.1. Un fonds de fonds risqué aux coûts de gestion élevés pour un objectif de rendement limité au fait de dépasser le taux de rendement sans risque

[761] La caisse souscrit par convention du 13 octobre 2003, avec la société Crédit Suisse Asset Management, un fonds commun de placement non offert au public investi dans des fonds de gestion alternative. La convention définit un cadre de gestion succinct et peu précis « *l'horizon de gestion est le long terme* » et « *l'objectif assigné est une volatilité maximale de 5 %* ».

[762] On notera une clause de liquidité en annexe 1 « *en cas de rachat, une mise à disposition de la CAVP de 80 % de l'actif, sous forme de liquidités, doit être effective sous un délai maximum de 90 jours calendaires et le solde sous 130 jours calendaires* ». **La suite montrera que cette clause de liquidité n'a pas empêché d'importants délais pour liquider le fonds.**

[763] La convention prévoit des dispositions intéressantes en matière de contrôle et de *reporting* dont la mission n'a pas vérifié la mise en œuvre. En particulier, dans l'article 1, « *la CAVP peut décider de toute contrainte supplémentaire applicable au fonds et conforme à la réglementation en vigueur* » (si durable ou récurrent feront l'objet d'un avenant) ». Dans l'article 2, « *outre les prescriptions légales et réglementaires applicables, la société de gestion s'engage à utiliser exclusivement les titres et instruments financiers et à respecter les règles d'investissement arrêtées par la CAVP, mentionnées en Annexe 1, le tout en conformité avec les contraintes réglementaires propres à la CAVP* ». **Cette disposition ne manque pas de sel car les outils financiers qui sont la vocation du fonds ne sont pas ouverts à la possession en direct par la CAVP.**

[764] L'Article 4 stipule que « *la société de gestion permet dans le cadre de la gestion du fonds, un contrôle direct et sur place par la CAVP ou tout autre organisme mandaté par cette dernière* ».

[765] De même la convention de gestion entre la société de gestion et le dépositaire prévoit que ce dernier fasse un contrôle « *des règles spécifiques d'investissements mentionnées dans la notice d'information* ».

1.1.1.2. Le prospectus du fonds est en contradiction avec la convention de gestion

[766] De manière surprenante pour un fonds dédié dont la CAVP sera le seul bénéficiaire⁶¹, le prospectus du fonds et la notice d'information qui le traduit font apparaître des différences sensibles avec la convention de gestion.

⁶¹ Elle refusera en décembre 2004 la proposition de la CRPN -qui envisageait de retenir la même société de gestion- de participer à ce fonds

- [767] L'objectif du fonds tel qu'il apparaît dans le prospectus est à la fois plus complet et différent s'agissant de la volatilité. L'objectif est de « *réaliser une performance supérieure à celle de l'indice EONIA⁶² sur un horizon de long terme, avec une volatilité maximale de 6 %. La gestion sera diversifiée et discrétionnaire, tant en ce qui concerne les styles de gestion que les choix des fonds sous-jacents, notamment des fonds d'investissement mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative, selon les anticipations du gérant* »
- [768] « *L'allocation entre les différentes stratégies sera choisie de façon **discrétionnaire** par la société de gestion* ». Des bornes maximales par stratégie sont prévues mais elles sont **indicatives** « *la société de gestion s'efforcera de respecter les bornes d'allocation par stratégies [...] elle se réserve cependant le droit de modifier les bornes d'investissement mentionnées, afin de tenir compte de l'évolution des marchés* ».
- [769] Il est prévu que les fonds dans lesquels le FCP est investi peuvent être constitués ou incorporés dans des pays non membres de l'OCDE, placements que la caisse ne peut détenir en direct.
- [770] Le fonds peut investir dans des fonds gérés par CSAM ce qui est une incitation pour la société de gestion à choisir des fonds qui lui généreront des frais de gestion.
- [771] Les frais de gestion direct (maximum) prévus sont supérieurs à ceux de la convention et il est prévu des frais d'achat non prévus par elle. Enfin les frais de gestion indirects (ceux assumés par le fonds CS PHARMA ALTERNATIF dans ses achats de fonds) sont élevés.

⁶² Comme l'indique le prospectus l'EONIA moyenne des taux au jour le jour de la zone euro représente le taux sans risque de la zone euro

Tableau 92 : Comparaison convention de gestion prospectus

	Convention de gestion	Prospectus
	Risque de change doit être couvert en totalité	Risque de change couvert
	Ne pas engager plus d'une fois son actif	
	L'effet de levier des fonds sous jacents ne doit pas dépasser 300 %	
	Un effet de levier maximum doit être défini par stratégie et par fonds	
	Ne sont pas autorisés les fonds dont la stratégie principale est basée sur les positions uniquement vendeuses de titres non cotés	
	L'exposition sur les pays émergents actions ou dettes doit être au maximum de 10 % de l'actif net total	
	L'exposition aux stratégies principalement axées sur les restructurations de dettes doit être au maximum de 10 % de l'actif net total	
	Le montant investi dans un fonds sous-jacent maximum 8 % de l'actif net du fond CS Pharma	Pas plus de 5 % des actifs dans un même fonds Dérogation : 8 % si la valeur totale des parts qui représentent entre 5 % et 8 % de l'actif ne représente pas plus de 40 % de l'actif du fond
	Le montant investi dans un fonds sous-jacent doit être inférieur à 10 % de l'actif net du fond dans lequel il est investi	
	L'exposition par promoteur de fonds est limitée à 10 % de l'actif net total	
	Exclusion des sous-jacents dont la valeur liquidative n'est pas calculée trimestriellement	
		Le fonds peut investir jusqu'à 10 % de son actif en fonds d'investissement de fonds d'investissement
Frais direct	Commission de gestion 0,5 % TTC de l'actif net	Frais de fonctionnement et de gestion : 1,2 % TTC actif net
		Commission de souscription : 0,5 %
		Commission de rachat : 8 % si le préavis reste inférieur à 120 jours calendaires par rapport à la date d'établissement de la valeur liquidative
Frais indirects		Frais indirects des fonds dans lequel le fonds principal est investi : frais de gestion fixe de 3 % (maximum) de l'actif et commissions de surperformance de 20 % (maximum) de la performance réelle
		Droit d'entrée et commission de rachat au maximum 5 %

Source : IGAS exploitation des documents

1.1.1.3. Un investissement comportant à la fois un risque élevé et des frais de gestion particulièrement lourds.

[772] Le prospectus définit explicitement des stratégies spéculatives comme par exemple « *Fixed income arbitrage : positions directionnelles avec effets de levier sur les marchés obligataires mondiaux* » ou « *Produits dérivés : prise de positions avec effets de levier essentiellement sur les marchés de produits dérivés traités sur un marché organisé* » ;

[773] Le prospectus comporte des avertissements d'ailleurs repris dans la notice de la COB⁶³ (en gras) sous la forme suivante :

- « *L'attention des souscripteurs est appelée sur la **liquidité restreinte de cet OPCVM**. Ce produit est destiné à des investisseurs qui ne requièrent pas une liquidité immédiate de leurs placements.* » ;

- « *La **COB appelle l'attention du public sur le niveau élevé des frais directs et indirects auxquels est exposé ce fonds. La rentabilité de l'investissement envisagé suppose donc une performance élevée*** ».

[774] Le prospectus indique que si le fonds n'est pas soumis à des risques de change qui doivent être couverts, il est soumis à des risques :

- De concentration spécifique aux OPCVM à règles d'investissements allégés ;
- Liés à l'investissement dans des fonds alternatifs qui peuvent représenter jusqu'à 100 % des actifs ;
- De marché et de perte en capital ;
- De liquidité.

[775] **Au total, la caisse investit dans un fonds risqué aux frais de gestion élevés dont le gestionnaire a toute liberté pour investir dans d'autres fonds (fonds de fonds) en contrepartie d'un objectif de rentabilité qui est de faire mieux que le taux sans risque, le tout sans garantie du capital investi. Cet investissement présente par ailleurs un risque de liquidité.**

1.1.1.4. Confrontée aux pertes générées par l'exposition de CS PHARMA ALTERNATIF à la faillite du fonds AMARANTH en 2006, la caisse cherche à fermer ce fonds début 2007 et n'a pas encore finalisé cette opération, ce qui justifie a posteriori les avertissements sur la liquidité

[776] Le fonds AMARANTH qui détenait 9,2 milliards de dollars d'actif a, en septembre 2006 perdu 65 % de ses actifs ce qui la conduit à en liquider la totalité. Cette faillite est due au « pari erroné » fait par un des traders de la société sur les dérivés du gaz naturel générant 6,5 milliards de perte. De manière très simplifiée, le courtier avait spéculé sur un hiver rigoureux et des ouragans conduisant à une réduction de l'offre en fin de saison prenant des positions sur l'écart entre des instruments dérivés à différentes dates.

⁶³ La Commission des Opérations de Bourse a été remplacée par l'Autorité des Marchés Financiers instaurée par la loi n°2003-706 du 1er août 2003 complétée par le décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003 (modifié par le décret n°2005-131 du 14 février 2005).

[777] Une note interne du 18 septembre 2006 indique que le signataire « *dans le cadre de ses attributions de suivi des fonds dédiés* » a « *constaté à l'occasion d'un contrôle des inventaires qu'une part importante de l'actif net (...) environ 4,7 % au 31/08/2006 est investie dans des OPCVM gérés par le fonds d'investissement américain AMMARANTH ADVISORS [...] or ce fonds spéculatif vient d'annoncer qu'il enregistrerait une perte probable de plus de 4 milliards de dollars cette année en raison d'un forte correction subie dernièrement par les contrats à terme sur le gaz naturel contrairement aux anticipations faites par un de leurs traders* ». Il apparaît clairement que c'est l'annonce de la faillite qui conduit à vérifier la détention de l'actif et non un contrôle de routine.

[778] Le gestionnaire fourni ses « commentaires » sur la situation d'AMARANTH ainsi que l'impact sur le fonds CS PHARMA ALTERNATIF le 29 septembre 2006, soit 11 jours plus tard. Cette réponse montre que la société de gestion était au courant de « *l'exposition de plus en plus importante sur le marché du gaz naturel [...] notamment de nombreuses stratégies d'arbitrage sur les contrats à terme indexés sur les prix du gaz naturel* ». « *En avril mai* », la société de gestion savait que « *le calcul de la VAR à 99 % donnait une perte de 650 millions de dollars* » et il lui avait indiqué que le fonds avait l'intention de « *réduire progressivement cette exposition [...] jusqu'au mois d'octobre 2006* ». Elle indique que « *ces réponses nous ont paru acceptables en termes de risques pour le fonds CS PHARMA ALTERNATIF* ».

[779] Un courriel du 30 octobre 2010 demande à CACEIS (le dépositaire) de savoir si le fonds était éligible aux 13 critères de l'AMF. Il n'y a pas de réponse formelle et une note manuscrite indique qu'il « *ne vérifie pas les critères et n'est pas éligible car basé à Calgary et il ne relève pas de la SEC⁶⁴* ».

[780] La caisse décide de fermer le fonds de la manière suivante :

- 12 janvier 2007 : courriel du Directeur adjoint de la CAVP confirmant le rachat de 25 % de l'actif net du fonds : « *Ce rachat sanctionne une contre performance mais ne signifie pas que la CAVP ait l'intention de fermer le fonds. Nous vous demandons de poursuivre la gestion* » et exprime une demande de dérogation aux modalités de rachat ;
- 5 mars 2007 : courriel du Directeur adjoint de la CAVP à CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT confirmant la décision de fermer le fonds ;
- 20 mars 2007 : lettre informant CACEIS (dépositaire) de la décision de procéder au rachat de la totalité du fonds ;
- 24 avril 2007 : LRAR à CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT confirmant la fermeture du fonds ;
- 8 juillet 2012 : réception d'une lettre du 5 juillet 2012 de Crédit Suisse : « *puisque lors de discussions au cours du trimestre écoulé vous nous avez fait part de votre intention de liquider le fonds CS PHARMA ALTERNATIF [...] nous serions heureux de connaître votre décision sur les modalités et délais de cette liquidation.* ».

[781] Ce rachat s'avèrera difficile et lent d'une part du fait du « report » par AMARANTH du remboursement des fonds et en raison de la présence dans le fonds d'autres fonds que ceux d'AMARANTH (ROHATYN Group SHEPERD) présentant les mêmes problèmes de liquidité

[782] A partir d'octobre 2009, la CAVP est en contact avec la société ABERDEEN Asset pour lui céder les positions résiduelles du fonds CS PHARMA ALTERNATIF. Cette société est sans doute bien informée de la situation puisque son directeur général est M. Philippe TROESCH qui était en 2003 membre du directoire de CSAM et gérant de CSAM gestion. Il est à noter que cette société indique dans un courriel du 17 décembre 2009 que « *le groupe Aberdeen n'a pas de compte propre. Il ne peut donc pas vous les racheter, seul le Crédit Suisse peut le faire et pour l'instant il n'a pas répondu à nos sollicitations* ».

⁶⁴ La Securities and Exchange Commission (SEC) est l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers. Ses fonctions sont comparables à celles de l'AMF.

[783] Les fonds ROHATYN ont été vendue au 31 octobre 2010 à 64 % de la valeur de l'actif net. S'agissant d'AMARANTH, la liquidation est bloquée pour des raisons administratives en mai 2011.

[784] Interrogée sur la suite des évènements, la caisse a répondu les éléments suivants « *Aberdeen a été vu, en plus de plusieurs conférences téléphoniques, en mars 2012 pour discuter des différentes hypothèses envisageables afin d'accélérer la sortie définitive du fonds.* » Il est difficile d'être moins précis sur le contenu des discussions et sur les hypothèses de valorisation qui ont pu être faites à cette occasion.

1.1.1.5. L'information des instances existe mais elle est succincte et ne conduit à aucune réaction

[785] Le compte rendu du CA du 22/11/2006 indique « *les fonds alternatifs enregistrent une performance de 1,25 % à fin octobre, en recul sensible par rapport au mois précédent (+2,76 %). Cela s'explique par la contreperformance du fonds CS PHARMA ALTERNATIF (- 3,5 % sur un mois) en raison de son exposition sur des fonds multi stratégies gérés par la société AMARANTH fonds qui se sont effondrés suite à des positions malheureuses prises sur le marché des dérivés du gaz naturel* ». Le bureau exécutif n'avait pas eu plus d'informations. **On appréciera l'expression « positions malheureuses » pour qualifier des choix conduisant à perdre 65 % de son actif en une semaine.**

[786] Le compte-rendu ne fait apparaître aucune réaction du conseil.

1.1.1.6. Un provisionnement dans les comptes de la CAVP que la mission estime sous estimé de 400 k€

[787] La mission s'est interrogée sur la valorisation du fonds et sur la nécessité d'un provisionnement, il lui a été donné les indications suivantes.

« L'AMF ayant autorisé en octobre 2008 la mise en place de "gates", les rachats programmés en 2007 ont dû être stoppés et la clause de liquidité prévue dans les conventions de gestion a été rendue inopérante. Le fonds a alors été mis en liquidation. Comme vous le savez, les souscriptions / rachats ne sont plus autorisés lorsqu'un fonds est en liquidation et le produit des ventes des sous-jacents est versé par virement de trésorerie (mouvement du 09/09/2009). Le fonds est provisionné depuis 2009. La valeur d'inventaire de référence (VI) pour le calcul de la provision est calculée en prenant pour hypothèse que les actifs Amaranth sont valorisés à 0, soit une décote de 100 %. Pour les actifs Shepherd, leur illiquidité est temporaire et il n'y a pas, selon le gérant, de justification à les provisionner. Le fonds a donc été provisionné en fonction de ces éléments qui ont été approuvés par notre commissaire aux comptes ».

[788] « *Concernant le fonds Amaranth, ce dernier est en cours de liquidation. Une des procédures engagée par Amaranth à l'encontre de la banque JP Morgan, pourrait laisser espérer une indemnisation partielle aux porteurs de parts (retour à meilleure fortune), mais dans des proportions et un délai impossibles à estimer. Le retour récent d'une liquidité restreinte sur le marché secondaire pourrait nous donner une indication sur une éventuelle décote à appliquer, de l'ordre de 50 % à 75 %.* ». La caisse a indiqué avoir provisionné les investissements dans le fonds AMARANTH ce que la mission n'a pas vérifié.

[789] Outre le fait que la caisse n'a pas de commissaire aux comptes mais un auditeur financier, on peut s'étonner que des fonds qui n'ont pas été vendus en **2012** alors que la décision de liquider le fonds qui les comporte a été prise en **2007** soit quatre ans et demi plus tard fassent l'objet d'une illiquidité « temporaire ».

[790] La mission a donc interrogé la caisse sur le provisionnement des pertes relatives à ce fonds dont l'inventaire figure dans le tableau joint à cette annexe.

[791] S'agissant des fonds SHEPHERD la caisse ne les a pas provisionné et a fourni les explications suivantes :

[792] « La décision de l'AMF en octobre 2008 d'autoriser les sides pockets avait pour principale raison de protéger les gérants et les investisseurs de demande de remboursement anticipés en ségrégant les actifs dans des poches ou les actifs sont cantonnés en fonction de critères définis par la société de gestion. Le fonds Shepherd est un fonds de private equity donc à horizon de placement très long. ». « On constate que :

- en 2010 il n'y avait que 3 side pockets Shepherd contre 16 en 2011. La société de gestion a donc créé 13 parts et ségrégués ces actifs ligne à ligne, participation par participation. La Part QS0011041835 fait donc apparaître une perte de 99.7 % alors que la part QS00007914623 fait apparaître une plus value de quasiment 4000 %. Dans le cas d'un fonds de private equity classique ouvert tel LFPI que nous possédons, certaines sociétés détenues par le fonds sont valorisés à 0 car en quasi faillite mais ce n'est pas pour cela que nous provisionnons cette partie du fonds. Nous raisonnons sur la VL globale du fonds. Nous considérons donc qu'il n'y a pas de raison de provisionner une ligne spécifique, ni même de constater un gain sur une autre ligne et qu'il faut raisonner sur l'investissement global sur le fonds Shepherd.
- l'illiquidité des side pockets est temporaire et fonction des actifs détenus par les fonds, Nous constaterons donc la perte (ou le gain) sur les fonds Shepherd le jour de la sortie globale des side pockets. »

[793] L'examen de l'inventaire ne conduit pas à confirmer cette analyse au contraire, la séparation en lignes différentes montre la concentration du risque sur une des lignes pour un montant au 31/12/2011 de 338 000€ de moins value. Par ailleurs les principes de prudence invitent justement à comptabiliser les moins values par ligne et non à les compenser au sein d'un portefeuille qui est loin d'être composé de titres divers aux performances non corrélées.

[794] Enfin la mission s'est interrogée sur la valorisation utilisée, il lui a été répondu que « Concernant les side pockets relatives au fonds Shepherd géré par la société Stark Investments, les prix retenus dans la valorisation du portefeuille CS Pharma sont ceux communiqués chaque mois par le valorisateur IFS (International Fund Services). Les prix sont calculés en interne tous les mois, et par des prestataires externes Accu-Val et Grant Thornton en mai et novembre ».

[795] A la demande de justification de la valorisation il a été fourni un document de novembre 2011 portant la mention « *unaudited* » qui est joint à cette annexe. Ce document ne précise pas comment sont valorisés des titres par définition non liquides puisque la caisse n'est pas en mesure d'indiquer à quelle valeur elle pourrait les céder quitte à accepter une décote importante comme elle fait pour les fonds RHHATYN (36 %). La mission comprend mal comment on peut coter une "market value" sans "market" ou sans l'intervention d'un expert certifié.

[796] La mission considère donc qu'il est nécessaire de provisionner les moins values dans une approche prudentielle. Elle recommande par ailleurs à l'auditeur financier une plus forte attention à ces placements et une transparence dans son rapport et les notes associées aux comptes sur la portée de ses investigations dans ce domaine et leur résultat.

1.1.1.7. Un calcul de TRI ~~d'un particulier optimisme~~ incluant des flux comptables et une valorisation optimiste de la valeur de « marché »

[797] La mission a demandé que lui soient communiqués les flux financiers de cette opération. Il lui a été fourni le tableau suivant qui conduit à un taux de rendement interne (TRI) de 6,3 %.

Tableau 93 : Flux financiers sous-tendant le calcul du TRI fait par la caisse

	Sous / Rachat	PV/MV	Dotation prov	Reprise prov	Valeur de march	Cash-flow net	CF net actualisé
2003	-1 000 000					-1 000 000	-977 437
2004	-29 005 800					-29 005 800	-26 666 958
2005	-30 197 575					-30 197 575	-26 113 235
2006							
2007	53 385 538	9 532 021				62 917 560	48 134 942
2008	5 629 406	886 425				6 515 831	4 688 764
2009	510 945		216 555			727 499	492 404
2010				-101 671		-101 671	-64 727
2011			100 188		762 660	862 848	506 246
	-677 486	10 418 446	316 743	-101 671	762 660	10 718 693	0

TRI : 6,32%

Source : CAVP.

[798] Ce calcul présente la double caractéristique de considérer les dotations aux provisions comme un flux positif (ce qui revient à dire que la charge constatée qui vient diminuer le résultat a le même statut que le fait de recevoir de l'argent) et de valoriser le fonds à sa valeur de « marché » ce qui est pour le moins optimiste.

[799] Si on fait un calcul qui rend mieux compte de la réalité du rendement de l'investissement soit les flux décaissés, les flux encaissés et la valeur du fonds évaluée selon trois hypothèses :

- égale soit au montant de ses liquidités au dernier inventaire ;
- ces liquidités plus une perte totale sur AMARANTH et identique à celle de RHOATHYN pour les fonds Shepherd ;
- une revente à la valeur de marché telle qu'estimée aujourd'hui.

[800] ~~Un raisonnement moins « sophistiqué » permet d'ailleurs de comprendre d'où vient l'écart constaté. Entre 2003 et 2005, la caisse a versé 60,2 M€ au fonds, puis entre 2007 et 2009, elle en a retiré 59,7 M€. En outre, sa valeur est estimée au maximum entre 0,2 et 0,8 M€. On ne voit pas comment prêter de l'argent à quelqu'un pendant une période et recevoir de lui plusieurs années plus tard une somme inférieure serait particulièrement rentable.~~

Tableau 94 : Estimation des TRI

	H1	H2	H3
2003	-1 000 000,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00
2004	-29 005 800,00	-29 005 800,00	-29 005 800,00
2005	-30 197 575,00	-30 197 575,00	-30 197 575,00
2006			
2007	53 385 538,25	53 385 538,25	53 385 538,25
2008	5 629 406,49	5 629 406,49	5 629 406,49
2009	5 10 944,67	5 10 944,67	5 10 944,67
2010			
2011	163 000,00 -0,3%	357 920,96 -0,2%	769 354,00 0,1%

Source : IGAS.

Réponse de l'organisme :

§ 798 - § 799 : Prendre en compte les dotations (et reprises) aux provisions comme un flux dans le calcul du TRI est en effet inadapté, ce que le chargé d'études financières a reconnu. Toutefois, leur impact dans le calcul du rendement est négligeable (0,2 M€). De plus, la caisse estime qu'il est logique de valoriser un actif à sa valeur de marché lorsque celle-ci est certifiée par un Commissaire aux Comptes. Il est vrai qu'il peut parfois être pertinent de calculer le rendement selon d'autres estimations de valeur de marché. Compte tenu des montants négligeables des dotations aux provisions, l'écart constaté dans les calculs du rendement effectués par la mission et par la caisse semble très important. Un raisonnement moins « sophistiqué » permet d'ailleurs de comprendre d'où vient cet écart. La mission a oublié dans ses calculs les plus-values dégagées lors des rachats réalisés en 2007 et 2008, soit 10,4 M€. En comptabilisant ces montants importants, la mission devrait aboutir à des rendements du fonds proches des estimations initiales de la CAVP (voir également notre réponse au paragraphe 402). Un raisonnement moins « sophistiqué » permet d'ailleurs de comprendre d'où vient l'écart constaté. Entre 2003 et 2005, la caisse a versé 60,2 M€ au fonds, puis entre 2007 et 2009, elle en a retiré 59,5 M€. En outre, sa valeur est estimée au maximum entre 0,2 et 0,8 M€. On ne voit pas comment prêter de l'argent à quelqu'un pendant une période et recevoir de lui plusieurs années plus tard une somme inférieure serait une opération particulièrement rentable.

Observation de la mission :

Les calculs se fondent sur un tableau fourni par la CAVP et ont été soumis à au chargé d'études financières (responsable du calcul initial) pour validation aucune remarque n'a été faite pour corriger l'hypothèse faite selon laquelle les plus values étaient incluses dans les flux de souscription et de rachat. La mission prend acte de ces nouvelles données.

Observation de la mission :

On remarquera que la caisse valide le fait que les calculs sont faits avec l'hypothèse d'une « valeur de marché » de 769 K€ pour un fonds que la caisse a pris la décision de liquider il y a cinq ans sans pouvoir y arriver ce qui est pour le moins audacieux. Cela pose d'ailleurs les diligences faites par le commissaire aux comptes sur ce point particulier. Effectivement il est « parfois pertinent » de ne pas retenir une valeur de marché quand il n'y a pas de marché. Dans ce cas particulier s'il y a une offre depuis cinq ans il n'y a visiblement pas de demande, ou du moins pas à ce prix.

1.1.2. LYXOR PHARMA ALTERNATIF (FR0010442996)

[801] Le fonds PHARMA ALTERNATIF est un OPCVM contractuel créé le 28 février 2007 pour une durée de 99 ans. La société de gestion est LYXOR International Asset Management. Il présente la particularité d'être un fonds de fonds explicitement destiné à investir dans d'autres fonds gérés par la société de gestion et domiciliés à Jersey.

1.1.2.1. Un fonds qui a été utilisé entre 2007 et 2012 sans convention de gestion

- [802] Le dossier ne comporte qu'une convention de gestion datée du 1/6/2012 avec une date de prise d'effet rétroactive à compter du 28/2/2007. Il comporte un projet de convention établi en 2007 mais non signé. La convention est d'un an renouvelable.
- [803] L'horizon de gestion est le « *long terme* ». L'objectif est « *une volatilité maximale de 5 %* ». L'annexe qui définit le cadre de gestion est jointe au présent document afin que le lecteur puisse en apprécier lui-même l'inorganisation et le caractère incompréhensible. Les éléments qui composent cette annexe ressemblent plus à un hâtif couper coller du prospectus qu'à une clause rédigée.
- [804] **De même l'annexe reporting est nettement moins détaillée que dans les autres conventions étudiées. Le reporting prévu se limite au « reporting hebdomadaire des performances du fond, transmis par courrier électronique » et à une « réunion de gestion trimestrielle organisée à l'initiative de la CAVP avec présentation détaillée sur la gestion ».**
- [805] Il est prévu une commission de gestion de 0,92 % de l'actif net et une commission de super-performance de 10 %, **ce qui n'est pas courant dans les fonds dédiés examinés.**

1.1.2.2. Un fonds de fonds comportant des risques importants

- [806] Créé le 28 février 2007 pour une durée de 99 ans, ce fonds est un OPCVM de fonds alternatifs, ceux-ci étant eux même des *limited liability companies* (LLC) établies sous la juridiction de Jersey et dont la société de gestion est SG Hambros Fund managers Ltd jersey (filiale 100 % de la Société Générale). Ces fonds peuvent représenter la totalité de l'actif géré.
- [807] Cela n'empêche pas le fonds de mener le même type de stratégies en utilisant des OPC non gérés par LYXOR, des titres de créance à **dérivés intégrés** et des **instruments financiers à termes fermes ou conditionnels** négociés sur des marchés réglementés ou **de gré à gré**.
- [808] Le fonds a pour objectif de réaliser « *une performance stable et « absolue » c'est-à-dire peu corrélée, voire non corrélée, à l'évolution des principaux marchés (devises, obligations, actions et matières premières) supérieur à EONIA +0,5 %* ». **Le gestionnaire est libre « d'utiliser des instruments dérivés, de vendre des titres à découvert, d'utiliser du levier ou de prendre des positions concentrées ».**
- [809] La notice définit trois catégories de stratégies :
- *Directionnal processes* « dont les stratégies consistent à **miser** sur la hausse ou la baisse des cours de différents types d'instruments tels que **devises, matières premières** actions ou obligation sur les marchés à terme ou au comptant ». En termes communs, il s'agit de spéculer à la hausse ou à la baisse sur des produits dont certains peuvent avoir des volatilités très élevées.
 - *Enhanced Equity Processs* ce type de gestion « *vise à bénéficier de la capacité de certains gérants à identifier les meilleurs et les moins bonnes valeurs, de leur flexibilité dans l'utilisation du levier et de la vente à découvert* » ; en terme commun cela veut dire confier son argent à un gérant dont on estime qu'il a des capacités particulières en lui donnant toute liberté pour emprunter en plus pour avoir un effet de levier (qui joue à la hausse comme à la baisse) et prendre des positions spéculatives
 - *Non directionnal processes* « Cette catégorie recoupe les stratégies non directionnelles dont l'objectif est de tirer parti d'inefficiences de marché ou d'écart de valorisation entre différents instruments financiers ».
- [810] Une politique de levier par emprunt est possible sans qu'il lui soit fixé une limite maximale.
- [811] On notera que « *pour chaque fond Lyxor Asset Management donne à un gérant externe spécialiste de gestion alternative un mandat de gestion* ».

1.1.2.3. Des frais élevés

[812] Les frais paraissent élevés. S'agissant du fonds lui-même, les frais de gestion sont de 0,92 % de l'actif net. Des commissions de souscription et de rachat de 5 % maximum de la valeur liquidative sont également prévues. S'y ajoute une commission de surperformance de 10 % ; celle-ci est généreuse au regard d'un objectif de EONIA +0,5 points et du niveau des risques encourus pour atteindre 0,5 point de plus que le taux sans risque.

Réponse de l'organisme : § 812 : *La mission souligne une nouvelle fois la présence de commissions de souscription et de rachat (ici 5 % maximum pour le fonds LYXOR PHARMA ALTERNATIF). La présence de tels frais dans le prospectus n'a qu'un seul but : dissuader d'autres investisseurs de souscrire dans ce fonds. Mais, la caisse précise encore qu'elle est exonérée de ces frais (pour l'ensemble des fonds dans lesquels la CAVP investit).*

Observation de la mission : *La question est déjà traitée dans une précédente réponse présente dans le corps du rapport.*

[813] Les frais sont importants pour les fonds dans lesquels LYXOR PHARMA ALTERNATIF est investi : les frais de gestion hors commission de performance sont au maximum de 3 % et la commission de souscription maximale est de 4 %. Il n'est pas précisé le montant maximum des commissions de rachat.

Réponse de l'organisme : § 813 : *La mission indique des frais importants pour les fonds dans lesquels LYXOR PHARMA ALTERNATIF est investi. Cette question a été évoquée dans notre mail du 5 juillet 2012 (voir pièce jointe n°7) où nous indiquons qu'aucune commission de souscription / rachat n'est appliquée sur les sous-jacents, le fonds de tête n'étant investi que sur des fonds de la plateforme Lyxor. Au final, le taux moyen annuel pondéré des frais de gestion sur la base de l'allocation de juin 2012 s'élève à 1,47 %.*

Observation de la mission : *Selon les propres chiffres de la CAVP (réponse au paragraphe 260) la moyenne pour ce genre de fonds est de 1,02 %. Les frais sont donc importants.*

1.1.2.4. La convention fixe des limites en sus du prospectus qui ne modifie pas profondément la nature de l'instrument.

[814] La convention comporte une annexe cadre de gestion qui pose des limites qui n'existent pas dans la notice d'information. :

- L'investissement du FCP dans un fond sous-jacent est limité à 1 % de l'actif net pour un fonds LYXOR et à 5 % pour un autre fonds ;
- L'investissement du FCP dans le fonds sous-jacent doit rester inférieur à 8 % de l'actif net de ce dernier, s'il s'agit d'un fonds LYXOR.

[815] Le FCP ne peut investir plus de 10 % de son actif net « dans des sous-jacents de type fonds de fonds ». **Inversement, il est accepté que 10 % de l'investissement dans des fonds « puissance 4 ». La transparence des investissements est alors inatteignable.**

[816] L'exposition par promoteur de fonds ne doit excéder 10 % de l'actif net du FCP Pharma Alternatif. Cette clause n'est pas claire dans la mesure où la notion de « promoteur » d'un fonds n'est pas définie. La protection qu'elle apporte n'apparaît pas dès lors que l'objet même du fonds est essentiellement d'investir dans des fonds LYXOR.

[817] Il est exclu d'investir dans des sous-jacents dont la valeur liquidative n'est pas calculée au moins trimestriellement.

[818] **La question de la vérification de ces limites par la caisse reste posée.**

1.1.3. RICHCOURT PHARMA ALTERNAT FCP (FR0010027664)

1.1.3.1. La convention de gestion

[819] La convention de gestion est signée le 2 octobre 2003. Elle est d'une durée de un an renouvelable

[820] Le cadre de gestion est un horizon « *long terme* », l'objectif assigné est « *une volatilité maximale de 5 %* ».

[821] « *Le fonds ne pourra pas engager plus d'une fois son actif. Au global l'effet de levier des fonds sous-jacents ne doit pas dépasser 300 %. Un effet de levier maximum doit être défini par stratégies et par fonds* »

[822] « *Ne sont pas autorisées les fonds dont la stratégie principale est basée sur les positions uniquement vendeuses* ». Les stratégies exposées sur les **pays émergents** actions ou dettes d'une part, de restructuration de dettes **ne sont pas interdites mais limitées à 10 %** de l'actif net. Le montant investi dans un fonds sous-jacent ne doit pas dépasser 8 % de l'actif net et l'exposition par promoteur de fonds ne doit rester inférieure à 10 % de l'actif net. Les fonds sous-jacents doivent avoir une valeur liquidative calculée au moins trimestriellement. Le montant des liquidités non investies doit être inférieur à 5 % de l'actif net. Le risque de change doit être couvert en totalité

[823] La convention prévoit une commission de gestion de 0,6 % de l'actif net. Elle fait référence à une convention de gestion signée avec le dépositaire (et qui figure au dossier fourni) comportant « *le contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion* ».

[824] Un avenant n°1 du 19 décembre 2006 modifie la société de gestion qui n'est plus CITCO mais RICHCOURT FUND ADVISOR, précise le mode de calcul de la commission de gestion et modifie les OPCVM monétaires utilisés. Un second avenant du 20 septembre 2007 en modifie une seconde fois la liste.

1.1.3.2. Le prospectus

[825] Figure au dossier le prospectus dans sa version 2011.

[826] La notice initiale classe le fonds dans les OPCVM de fonds alternatifs. Son objectif de gestion est « *de réaliser une performance supérieure à l'indice EONIA sur un horizon de long terme avec une volatilité maximale de 6 % [et non 5 % dans la convention] en investissant dans des fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative* »

[827] **L'AMF attire l'attention des investisseurs sur** « *la liquidité restreinte* » et le « *niveau élevé de frais directs et indirects auxquels est exposé ce fonds* ». « *La rentabilité de l'investissement envisagé suppose donc une performance élevée* ».

[828] Les « *principales* » stratégies des fonds sous-jacents sont les suivantes :

- Long/short equity ;
- Event driven c'est-à-dire prendre des positions d'achat ou de ventes sur des titres d'entreprises susceptibles d'être affectés par un événement (fusion, absorption,..) ;
- Multi strategy (utilisent toutes les stratégies) ;
- Fixed income arbitrage (prises de position avec effet de levier par rapport à des anticipations sur les marchés financiers ;
- Produits dérivés traités sur des marchés organisés (avec effet de levier) ;

- Equity market neutral investir à 100 % dans des positions acheteuses et 100 % sur des positions vendeuses sur les marchés actions, cette stratégie permet un effet de levier fort puisque le coût des prises de positions est très faible au regard des positions prises ;
- Arbitrage de convertibles.

[829] En termes non techniques, la CAVP investit dans un fonds qui sélectionnera d'autres fonds pratiquant des stratégies spéculatives à haut niveau de risque et de rendement potentiel.

[830] Les frais de gestion sont fixés à des niveaux maximum élevés. On notera que les commissions de souscription sont de 5 % et celles de rachat de 8 % si le préavis est inférieur à 120 jours et nulles s'il est supérieur. La mission n'a pas trouvé trace de clauses indiquant pour les souscriptions et rachats les conditions spécifiques faites à la caisse.

[831] Les frais des fonds acquis par le fonds sont au maximum de :

- Commission de rachat : 5 % ;
- Frais de fonctionnement et de gestion : 3 % ;
- Commission de surperformance : 20 %.

1.1.3.3. Les risques avérés à deux reprises conduisant à la fermeture du fonds

[832] Le 12 juin 2008 la société de gestion informe la CAVP que le fond est exposé à hauteur 2,58 % du fonds SANDELMAN MULTISTRATEGY FUND que son promoteur vient de décider de liquider « suite à un rachat massif » que le fonds n'avait pas anticipé. Le courriel joint en annexe est particulièrement intéressant par sa rédaction, son *wording* en français d'aujourd'hui, qui omet pudiquement de donner clairement le montant des sommes à risques.

[833] Un *post-it* daté du 12 novembre 2008 indique « *décision de procéder au rachat intégral du fonds, calendrier de sortie défini au fil de l'eau en coordination avec Richcourt en fonction du rythme de réalisation des actifs* ». Ceci se trouve confirmé par courriel du 17 novembre 2008.

[834] Ce rythme ne permettra pas à la caisse de liquider avant d'apprendre le 15 décembre 2008 que ce fonds à une exposition de 3,04 % dans le fonds LUXALPHA SICAV « *investie dans la stratégie d'arbitrage sur le S&P 100 mise en place par M. Bernard MADOFF* ».

[835] Le dossier comporte les différents courriels échangés mais pas de note récapitulative permettant de retracer ce qui a été effectivement fait.

[836] **Un document manuscrit du 30 mai 2012 indique que le liquidateur de B. MADOFF réclamerait 1,9 M\$ à PHARMA ALTERNATIF.**

1.2. Les fonds diversifiés

1.2.1. PHARMA SELECTION

[837] Le fonds PHARMA SELECTION est un FCP de droit français géré par FundQuest, filiale à 100 % du groupe BNP Paribas. Plus précisément, le fonds prend la forme d'un OPCVM ARIA⁶⁵ sans effet de levier. Le fonds est subdivisé en six compartiments spécialisés par classe d'actifs et a été agréé le 25 janvier 2008. Dans un souci de concision et afin de faciliter la lecture, les fonctionnements du fonds et de ses six compartiments sont décrits en intégralité dans les paragraphes suivants.

[838] Ce fonds de fonds a vocation à **héberger les principales lignes d'OPCVM ouverts détenues en direct**. Pour garantir l'affectation des OPCVM sous-jacents au régime pour lequel ils ont été sélectionnés, seules les lignes détenues par le régime de capitalisation ont été transférées.

⁶⁵ A règles d'investissement allégées.

- [839] La CAVP justifie la création de ce fonds de fonds par le fait que seul un OPCVM est autorisé à recevoir des **rétrocessions de frais de gestion en provenance d'autres OPCVM**. Or, les rétrocessions consenties aux « grands investisseurs » tendent aujourd'hui à se généraliser, y compris sur des supports faiblement chargés comme les *trackers*. Le taux de rétrocession atteint couramment 50 % de la commission de gestion prélevée par la société de gestion. En revanche, les frais variables (commissions de surperformance, commissions de mouvement,...) ne font pas l'objet de rétrocession.
- [840] Ce fonds de fonds dédié à la CAVP prend ainsi la forme d'un fonds dédié dont la gestion est confiée à un gestionnaire financier agréé par l'AMF pour exercer l'activité de société de gestion d'OPCVM. *« En pratique toutefois, les décisions d'allocation (choix des OPCVM sous-jacents) sont opérées directement par la CAVP et communiquées de façon informelle, au fil de l'eau, à la société de gestion pour exécution. La CAVP intervient en qualité de « conseiller » dans le cadre d'un comité d'investissement trimestriel mais [n'est] pas, vis-à-vis des autorités de marché, gestionnaire du fonds. Le mode opératoire [est] adapté de manière à respecter les prérogatives réglementaires du gestionnaire financier. Plusieurs investisseurs institutionnels gèrent aujourd'hui leur portefeuille de fonds ouverts par l'intermédiaire d'un fonds de fonds sans que les autorités de marché n'aient dénoncé la situation de gérant de fait de l'investisseur. Les opérations comptabilisées par la CAVP [sont] considérablement simplifiées dans la mesure où seule la ligne correspondant au fonds de tête [apparaît] dans l'inventaire du portefeuille de titres. De même, les opérations de prises de bénéfices [sont] réalisées au niveau des seules parts du fonds de tête. Le fonds de fonds permet en outre d'opérer des arbitrages entre OPCVM sans que les plus ou moins-values réalisées sur les cessions ne soient comptabilisées dans les résultats de la CAVP⁶⁶ ».*
- [841] Les frais de gestion annuels relevés par FundQuest sont fixés à :
- 0,05 % (0,08 depuis l'avenant du 13/02/2009) sur la tranche d'actif net entre 0 et 250 M€ ;
 - 0,03 % (0,06) sur la tranche d'actif net entre 250 et 500 M€ ;
 - 0,02 % (0,05) sur la tranche d'actif net excédent 500 M€.
- [842] La valorisation des actifs et le calcul des rétrocessions seront assurés par BNP Paribas Fund Services contre une commission annuelle fixée à 0,0125 % de l'actif net. BNP Paribas Securities Services a été retenu comme dépositaire et perçoit à ce titre une rémunération annuelle de 0,012 % de l'actif net.
- [843] FundQuest permet un contrôle direct et sur place des opérations effectuées en exécution de la convention par la CAVP ou tout organisme mandaté par celle-ci. Plus généralement, la CAVP ou son mandataire pourra voir accès à tous les documents relatifs à la gestion du fonds, sur simple demande, que ceux-ci soient d'ordre comptable ou financier. En cas de contrôle direct et sur place, FundQuest doit être informé par la CAVP dans un délai minimum de 5 jours ouvrés précédent ledit contrôle, par lettre recommandée avec accusé de réception.
- [844] Le tableau suivant présente de manière succincte les objectifs et classifications AMF de chaque compartiment.

⁶⁶ Note interne à la CAVP du 24 janvier 2008.

Tableau 95 : Objectifs des compartiments du fonds PHARMA SELECTION

Compartiment	Classification	Objectif
PHARMA SELECTION AE	Actions des pays de la zone euro	L'objectif de la gestion est de réaliser une performance supérieure à celle de l'indice de référence DJ Eurostoxx, dividendes réinvestis, sur un horizon d'investissement de 5 ans minimum, dans le cadre d'une gestion discrétionnaire s'appuyant principalement sur une sélection d'OPCVM de la zone euro.
PHARMA SELECTION AI	Actions internationales	<p>L'objectif de gestion est de réaliser une performance supérieure à celle de l'indice de référence MSCI World, dividendes réinvestis, sur un horizon de 5 ans minimum, dans le cadre d'une gestion discrétionnaire en investissant principalement sur des OPCVM d'actions internationales.</p> <p>La stratégie d'investissement du compartiment vise à maximiser sa performance par une gestion active d'une sélection d'OPCVM investis majoritairement en actions de grande, moyenne et petite capitalisation internationales.</p> <p>Le compartiment pourra détenir des OPCVM investis sur toute zone géographique notamment l'Europe, l'Asie, les USA, l'exposition aux pays émergents pourra aller jusqu'à 70 % de l'actif net.</p> <p>Cette limite 70 % était à l'origine de 30 % et a été modifiée à la demande de la CAVP (courrier du 1er octobre 2009)</p>
PHARMA SELECTION DV	Diversifié	<p>Ce compartiment s'appuie sur une répartition active d'actifs en fonction des différents niveaux de risque⁶⁷. Il recherche de la performance sur les marchés actions et/ou marchés de taux sur un horizon d'investissement de 5 ans minimum dans le cadre d'une gestion discrétionnaire, en investissant majoritairement sur une sélection d'OPCVM diversifiés.</p> <p>Avenant du 8 février 2008 : l'objectif de performance du compartiment est EONIA+2 % net de frais de gestion sur un horizon de placement de 24 mois. L'objectif de volatilité annualisée du compartiment est de 4 %.</p> <p>En outre, la gestion respectera les règles d'investissement suivantes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Beta maximum : 10 % • Drawdown mensuel maximum : 1,5 % • Allocation des risques par stratégie : <ul style="list-style-type: none"> Global macro : 0-50 % Long/short equity : 0-50 % Multistratégie : 0-50 % CTA-event driven : 0-20 % Thématiques : 0-20 %
PHARMA SELECTION MD	Diversifié	L'objectif de gestion du compartiment est d'obtenir un rendement , après déduction des frais de gestion, supérieur à l'EONIA. La stratégie d'investissement du compartiment vise à

⁶⁷ Cette idée de « niveau de risque » n'est pas définie par la convention.

		<p>maximiser sa performance par une gestion active d'une sélection d'OPCVM de type « monétaire dynamique ».</p> <p>Dans une optique d'allocation tactique, des biais significatifs pourront être volontairement créés dans le choix des moteurs de performance des OPCVM sous jacents. Ainsi, à partir de ses anticipations relatives à l'environnement macroéconomique et à l'évolution des marchés financiers, le gérant privilégiera notamment les stratégies suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Arbitrage de convertibles • Fusions acquisitions • Arbitrage de crédit et de taux • Long/short equity • Directionnel. <p>L'objectif du fonds est d'optimiser l'allocation entre les différentes stratégies représentatives de cet univers afin d'obtenir l'objectif de performance.</p> <p>D'une manière générale, le compartiment affichera une volatilité historique annuelle inférieure à 2 %. Dans cette optique, le gérant investira principalement dans des OPCVM de taux dont la sensibilité [...] se situe à l'intérieur d'une fourchette cible (0,3). Par ailleurs, les OPCVM sélectionnés seront investis majoritairement en signatures « investment grade ».</p>
PHARMA SELECTION OC	Diversifié	<p>Ce compartiment est un compartiment diversifié dont l'objectif de gestion et de générer un rendement en investissant majoritairement dans un portefeuille de titres convertibles européens et internationaux via une sélection d'OPCVM diversifiés, sur un horizon d'investissement de 5 ans minimum, dans le cadre d'une gestion discrétionnaire.</p> <p>La stratégie d'investissement du compartiment vise à maximiser la performance par une gestion active d'une sélection d'OPCVM investis majoritairement en obligations convertibles européennes et internationales.</p>
PHARMA SELECTION OE	Obligations et titres de créance libellés en euro	<p>L'objectif de la gestion du compartiment est de réaliser une performance supérieure à celle de l'indice de référence Euro MTS Global, dividendes réinvestis, sur un horizon d'investissement de 3 ans minimum, dans le cadre d'une gestion discrétionnaire en investissant principalement sur une sélection d'OPCVM investis en obligations de la zone euro.</p>

Source : Convention de gestion.

[845] Les compartiments peuvent investir jusqu'à 100 % de leur actif en parts ou actions d'OPCVM de droit français ou **étranger** conformes à la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 investissant moins de 10 % de leurs actifs en OPCVM, ainsi que de *trackers* de droit français ou européen conformes à la directive.

[846] Les compartiments peuvent également investir jusqu'à 50 % de leur actif en parts ou actions d'OPCVM de droit français ou européen conformes à la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 détenant plus de 10 % d'OPCVM, ainsi que d'OPCVM nourriciers.

[847] La CAVP est autorisée à détenir les actions des sociétés d'investissement à capital variable et parts de fonds communs de placement régis 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. Les OPC non régis par les réglementations des Etats partie à l'accord sur l'Espace économique européen, même conformes à la directive, ne sont pas admissibles.

[848] **De même, les compartiments s'autorisent à investir en OPCI, OPCVM ARIA ; OPCVM alternatif de droit français, FCPR, FCPI et FCIMT. Les OPCI et FCIMT ne sont pas admissible à la détention directe en vertu de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale.**

[849] Les compartiments peuvent intervenir sur les marchés à terme réglementés et/ou de **gré à gré** simples ; français et/ou étranger, autorisés. Sur ces marchés les compartiments peuvent recourir aux instruments suivants :

- **Contrats à terme sur indices, actions et titres assimilés, devises ;**
- **Options sur indices, actions et titres assimilés, devises ;**

[850] L'ensemble de ces instruments est « *utilisé dans un but de couverture et de réglage d'exposition du portefeuille. Les valeurs étrangères en devises autres que l'euro pourront faire l'objet d'une couverture de change à terme. La couverture de change n'est pas systématique, elle relève de l'appréciation discrétionnaire du gérant.* »

[851] En matière de frais et commissions, les conventions prévoient :

- Commission de souscription non acquise au compartiment : 3 % de la valeur liquidative ;
- Commission de souscription indirecte du compartiment : 2 % de la valeur liquidative ;
- Frais de fonctionnement et de gestion (incluant tous les frais hors frais de transaction, de sur **performance** et frais liés aux investissements dans des OPCVM ou fonds d'investissement) : 0,5 % par an au maximum de l'actif net ;
- Frais de fonctionnement et de gestion indirects déduction faite des rétrocessions : 2 % par an de l'actif net.

1.2.2. SOGEPHARMA REVERSE FCP 3DEC (FR0010605998)

[852] Ce fonds est particulier en ce sens que son univers d'investissement est composé exclusivement de produits structurés de type reverse convertible. La gestion de ce fonds a été assurée par Société Générale Asset Management lors de son lancement en 2008 puis par Amundi.

1.2.2.1. Objectifs

[853] Le prospectus de 2009 mentionne à l'époque que « *le FCP détiendra principalement des EMTNs reverse convertibles libellés en euros* ».

[854] La note détaillée de juillet 2008 précise que « *l'objectif de gestion du FCP est d'optimiser sa performance sur la durée de placement recommandée par un placement en EMTN reverse convertibles.* »

[855] La gestion se veut passive en ce sens que les titres ont vocation à être détenus jusqu'à leur maturité. Cette dernière est en générale d'une année.

- [856] La valeur des obligations reverse convertibles dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, évolution de la volatilité des actions sous-jacentes, évolution de la marge de crédit des émetteurs, évolution du taux de dividende. Il s'agit donc d'un produit structuré complexe – bien qu'il constitue l'exemple le plus simple de ce que l'ingénierie financière est capable de produire – dans la mesure où les facteurs influençant sa valeur sont multiples et leurs interactions délicates à appréhender. Un tel produit, au-delà de son admissibilité réglementaire, pose la question de la compétence à le valoriser et à le suivre.
- [857] Il convient de noter une particularité intéressante du fonds. **Sont notamment présents au comité d'investissement du fonds deux représentants de la CAVP.** Ce comité a vocation à choisir les sous-jacents, dimensionner des paramètres (prix d'exercices et barrières), valider les ordres et définir de la politique d'achat. **Cette implication est paradoxale pour un fonds dont la caisse admet qu'elle n'est pas en mesure de valoriser les produits acquis**

Réponse de l'organisme : § 857 : *La mission note « une particularité intéressante » concernant la présence de représentants de la CAVP au comité d'investissement du fonds, propos riches de sous-entendus. Certains se diraient que leur présence souligne l'implication de la caisse dans ses investissements... (voir également notre réponse au paragraphe 380)*

Observation de la mission : *La réponse confirme l'observation qui est précisée : il est paradoxal de participer au comité d'investissement d'un fonds dont la caisse admet elle-même qu'elle n'a pas les capacités pour valoriser les produits acquis. L'observation est modifiée en ce sens.*

1.2.2.2. Dérivés

- [858] « *L'utilisation des instruments financiers à terme, conditionnels ou non, fait partie intégrante du processus d'investissement.* »
- [859] En particulier, le gérant du FCP peut :
- utiliser des instruments financiers négociés sur un marché réglementé : contrats à terme et options ;
 - effectuer des opérations de **gré à gré** (swaps de taux, total return swap, **swap de volatilité**, ou autre options) et sur les marchés réglementés et organisés.
- [860] Ces opérations « *seront réalisées pour des besoins de couverture, d'exposition et d'arbitrage du portefeuille.* »

1.2.2.3. Contrôle par la caisse

- [861] La société de gestion permet dans le cadre de la gestion du fonds, un contrôle direct et sur place par la CAVP ou tout organisme mandaté par ce dernier.
- [862] La société de Gestion s'engage, lors de ces contrôles, à mettre à disposition de la CAVP ou de l'organisme mandaté par ce dernier, toute pièce ou tout document relatif à la gestion du fonds.

1.2.3. CCR Macro couverture actions (FR0011079656)

- [863] Ce fonds dédié est institué par convention du 21 juillet 2011 pour une durée d'un an avec tacite reconduction. Son gestionnaire est CCR ASSET MANAGEMENT.

1.2.3.1. Un fonds qui fait partie d'un ensemble de trois fonds à objectif directionnel confiés au même gestionnaire.

- [864] Ce fonds fait partie de trois fonds qui ont pour objectif de mettre en œuvre des stratégies directionnelles.
- [865] Le fonds examiné a pour objectif de « *mettre en œuvre et de gérer selon des anticipations discrétionnaires des stratégies directionnelles baissières sur les indices actions et notamment sur les indices EUROSTOXX 50 et CAC 40 via l'utilisation d'options ou de futures sur indices* ». L'horizon minimum recommandé est de deux ans.
- [866] Le fonds CCR macro couverture change « *définit et prend des positions haussières sur l'euro face à des devises des pays de l'OCDE* » ; l'engagement net du fonds lié aux instruments dérivés peut être égal à 10 fois son actif. « *Ce produit est destiné à des investisseurs désireux d'atteindre des rendements attractifs avec un niveau de risque élevé pour un horizon d'investissement minimum recommandé de 2 ans et disposés à accepter des fluctuations de leur capital au cours de la période considérée* ».
- [867] Le fonds CCR macro couverture taux « *définit et prend des positions haussières sur les taux d'intérêt* » ; il a le même niveau d'engagement en instruments dérivés (10 fois l'actif) et la même définition des investisseurs.
- [868] **Ces fonds sont appelés fonds de « couverture » or cette appellation supposerait que soit défini l'univers d'investissement appartenant à la caisse dont ils assureraient la couverture.**
- [869] En l'absence de ces éléments, la caisse s'est simplement dotée de fonds lui permettant de spéculer sur la baisse des actions, la hausse de l'euro et celle des taux d'intérêt.

1.2.3.2. La convention

- [870] « *Le fonds définit et prend des positions baissières sur les indices actions selon des vues tactiques et stratégiques résultant d'un scénario sur les marchés actions. Il peut à tout moment gérer ses positions directionnelles en les renforçant ou en les réduisant par la mise en place de nouvelles stratégies utilisant des options ou des futures* ».
- [871] Les produits dérivés sont les *futures* et options listées ou de **gré à gré** uniquement sur les marchés de la zone euro. La vente d'options n'est autorisée que dans le cas d'un « *call spread*⁶⁸ » ou d'un « *put spread*⁶⁹ » ce qui limite le niveau de risque pris, sous réserve de l'importance du *spread* et des nominaux.
- [872] Les opérations de couverture journalière ne peuvent excéder 200 M€ de notionnel en sous-jacent actions.
- [873] Toutefois, s'agissant des dérivés, la convention prévoit explicitement une utilisation autre que de couverture : « *l'ensemble de ces instruments sera utilisé à titre de **couverture, d'exposition ou d'arbitrage*** ». Par ailleurs, il est indiqué que « *les instruments financiers non mentionnés ci-avant ne seront pas autorisés sauf dérogation expresse de l'Institution* », ce qui implicitement ouvre la voie à des dérogations possibles.
- [874] La commission de gestion est fixée à 0,2 % de l'actif net. Les frais d'acquisition et de cession ne sont pas indiqués.

⁶⁸ La vente d'un *call spread* correspond à une stratégie dans laquelle un premier call (option d'achat) est vendu et un second, de prix d'exercice supérieur à celui du premier, est acheté.

⁶⁹ La vente d'un *put spread* correspond à une stratégie dans laquelle un put (option de vente) est vendu et un second un *put*, de prix d'exercice inférieur à celui du premier, est acheté.

1.2.3.3. Le prospectus

- [875] Le fonds est constitué au 21 juillet 2011 pour une durée de 99 ans. Le montant de la première souscription est de 5 M€.
- [876] Il est « *principalement investi en TCN de la zone euro et/ou en OPCVM monétaires et en options et futures sur indices notamment l'EUROSTOXX 50 et le CAC 40* ». L'engagement net du fonds lié aux instruments dérivés peut être égal à 10 fois son actif.
- [877] Les frais prévus sont des commissions de souscription et de rachat de 5 % maximum (on rappellera qu'ils ne sont pas précisés dans la convention de gestion, des frais de fonctionnement et gestion à 2 % les frais de gestion indirect ne représenteront pas plus de 0,1 %.
- [878] Le tableau ci-dessous récapitule les règles investissement

Tableau 96 : Règles d'investissement

Univers d'investissement	Limite en % actif net
Dépôts liquidités	100 %
OPCVM droit français conformes la directive	100 % jusqu'à 100 % pour un seul OPCVM Exclusion investissement fonds de fonds Jusqu'à 10 % de l'OPCVM dans lequel il est investi
IFT et produits dérivés : contrats à terme sur indices actions sur marchés réglementés ou répondant à chacune des trois conditions R 214-13 du CMF	Jusqu'à 10 fois l'actif
Dérivés de crédit	Non autorisés mais peuvent être détenus par des OPCVM ou fonds investissement
Instruments financiers comportant totalement ou partiellement un instrument financier à terme	Non autorisés mais peuvent être détenus par des OPCVM ou fonds investissement

Source : Document d'information.

- [879] Les risques pris décrits dans le prospectus sont les suivants :
- Risque liés à la gestion discrétionnaire : repose sur l'anticipation de l'évolution des marchés actions » ;
 - Risque de perte en capital : « *le fonds ne comportant aucune garantie ni protection, le capital initialement investi peut ne pas être intégralement restitué* » ;
 - Risques directionnels actions : « *le fonds pourra se déprécier si les cours des indices sous jacents augmentent* » ;
 - Risque lié à l'investissement dans des produits dérivés : « *la valeur des produits dérivés dépend de plusieurs facteurs : évolution des prix indices sous-jacents, évolution de la volatilité implicite des indices sous jacents, évolution des taux d'intérêt, évolution du taux de dividende sur les indices. Ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative du fond.* » ;
 - Risque de liquidité « *essentiellement* » lié à l'utilisation des produits dérivés ;
 - Risque de dividende : « *la haute ou la baisse de l'anticipation du niveau de dividendes peut impacter favorablement ou défavorablement la valeur des stratégies dérivées* » ;
 - Risque de volatilité : « *le fond pourra se déprécier si la volatilité des indices sous-jacents varie* »
 - Risque de contrepartie : « *lié à la conclusion de contrats sur instruments financiers à terme de gré à gré* » ;
 - Risque de crédit : « *peut provenir directement des instruments monétaires investis dans le fonds ou indirectement des OPCVM* » ;

- Risque de taux : « si les taux d'intérêt varient la valeur liquidative du fonds pourra baisser ».

1.2.4. CA PHARMA GLOBAL FCP 3DEC (FR0010343244)

[880] Ce fonds, géré par CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT, est un fonds multi-gérants de gestion alternative spécialisé dans les stratégies d'arbitrage : « *arbitrage action, taux, fusion acquisitions, arbitrage statistique, arbitrage de volatilité* ».

1.2.4.1. Objectifs

[881] L'objectif du fonds est de « *valoriser ses actifs sur son horizon de placement et de battre significativement l'EONIA capitalisé de 4 % par an* », selon la notice d'information. Néanmoins, le prospectus simplifié prévoit que l'objectif n'est pas de battre et que l'indice EONIA + 4 %, ce dernier étant présenté comme une simple référence.

[882] Le recours aux marchés à terme dans le but d'exposer le FCP aux indices actions est parfaitement autorisé.

[883] Il est par ailleurs possible d'investir jusqu'à 20 % de l'actif du fonds en « *obligations émises ou garanties par des Etats non membres de l'OCDE (marchés émergents), ou par des émetteurs de ces pays disposant d'une notation supérieure ou égale à celle de leur Etat [...], en actifs français ou étrangers (actions et autres titres de capital, obligations et autres titres de créances) négociés sur un marché réglementé de pays membres de l'OCDE. Le fonds doit détenir au moins 50 % de valeurs mobilières libellées en euro, des émetteurs résidents d'un pays membre de l'UEM.* »

[884] La répartition entre les produits de taux et les actions s'effectue en fonction des différents critères d'analyse de gestion, notamment un scénario macro-économique, la valorisation, le niveau de risque, les flux et l'analyse technique.

[885] La répartition entre dette publique et dette privée, entre grandes, moyennes et petites capitalisations n'est pas prédéfinie non et elle sera fonction des anticipations du gérant « *sans limite pré-établie* ».

1.2.4.2. Dérivés

[886] L'OPCVM peut intervenir sur des instruments financiers à terme et conditionnels négociés sur des marchés réglementés français et étrangers autorisés par l'arrêté du 06 septembre 1989 modifié, **ou via des opérations de gré à gré** : « *Le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir et/ou d'exposer contre/à des risques de taux, des risques actions, des risques de change, pour tirer parti des variations du marché ou réaliser l'objectif de gestion.* »

[887] Selon le prospectus simplifié du fonds, l'engagement issu des dérivés, et des opérations d'acquisition et de cession temporaires de titres est « *limité à 100 % de l'actif. La somme de l'exposition issue des titres vifs et de l'engagement est limitée à 200 % de l'actif.* »

1.2.4.3. Risque de change

[888] Le fonds met en œuvre ses stratégies sur devises en prenant des « *positions acheteuses et/ou vendeuse par le biais d'opérations au comptant, à terme et de dérivés (swaps, futures, options warrants)* ».

[889] Comme l'annonce explicitement le prospectus du fonds, « *il existe un risque de change* ».

1.2.4.4. Risque de taux

[890] **Le fonds met en place des stratégies directionnelles déconnectées de la gestion actif-passif de la caisse dont l'unique but est de réaliser des gains en pariant sur l'évolution de la courbe des taux.** En effet, les gérants mettent en place :

- une « *gestion active du risque obligataire global du portefeuille par l'allocation de la sensibilité sur les marchés obligataires internationaux ou sur les segments de la courbe selon les anticipations haussières ou baissières de l'équipe de gestion sur l'évolution des taux* » ;
- des stratégies de valeur relative : « *allocation de la sensibilité du portefeuille telle qu'établie ci-dessus parmi les marchés obligataires internationaux ou des segments de courbe (achat de sensibilité sur certains marchés ou segments de courbe, vente de sensibilité sur d'autres)* » ;
- des stratégies de courbe : « *allocation de la sensibilité telle qu'allouée aux marchés obligataires internationaux ci-dessus au travers des principaux segments de la courbe actuellement en vigueur: [0-1an], [1an-3ans], [3-7ans], [7-15ans] et [+ et 15 ans] : mise en place de stratégies d'aplatissement, de restructuration, de déformation des courbes* ».

1.2.4.5. Risque Actions

[891] Les stratégies et modes de gestion mis en œuvre dans le cadre de la gestion des actions sont ainsi définis :

- « *Allocation de l'exposition du portefeuille telle qu'établie par rapport aux indices de référence parmi les marchés actions internationaux* ;
- *Allocation sectorielle sur les marchés internationaux* ;
- *Allocation de l'exposition actions selon divers styles: par exemple, arbitrages cycliques contre défensifs, value contre growth* ;
- [...] ;
- *Choix des valeurs : achat et vente d'actions et mise en place d'arbitrages entre titres (achat d'un titre couplé avec la vente d'un autre)*
- ***Stratégie de volatilité : Positions acheteuses et ou vendeuses de volatilité sur indices boursiers, actions, taux d'intérêt et change par le biais d'instruments dérivés.*** »
- *Stratégies opportunistes sur taux-actions-devises-volatilités:*
- *Stratégies à court terme pour profiter des anomalies et des excès des marchés: opérations d'achat et de vente tactique sur les marchés de contrats futures de taux, d'indices boursiers, de devises, de volatilités et sur les marchés de change au comptant et à terme.* »

[892] La volonté affichée va bel est bien dans le sens d'une gestion active dont **l'unique objectif est la recherche de rendement**. Si le prospectus liste les principaux risques encourus et averti le lecteur des pertes probables, il est en revanche fait peu de cas de la maîtrise de ces risques et des pertes associées.

[893] Le prospectus se contente ainsi d'avertir sur les dangers de la gestion discrétionnaire : « *Risque lié à la sur exposition : l'OPCVM peut avoir recours à des instruments financiers à terme (dérivés) afin de générer une sur exposition et ainsi porter d'exposition de l'OPCVM au-delà de l'actif net. En fonction du sens des opérations de l'OPCVM, l'effet de la baisse (en cas d'achat d'exposition) ou de la hausse du sous-jacent du dérivé (en cas de vente d'exposition) peut être amplifié et ainsi accroître la baisse de la valeur liquidative de l'OPCVM.* »

1.3. Les fonds d'actions de la zone euro

[894] L'échantillon comprenait uniquement le fonds PHARMA SELECTION AE. Celui-ci a été traité avec l'ensemble des fonds PHARMA SELECTION au point 1.2.1.

1.4. Les fonds d'actions internationales

[895] L'échantillon comprenait uniquement le fonds PHARMA SELECTION AI. Celui-ci a été traité avec l'ensemble des fonds PHARMA SELECTION au point 1.2.1.

1.4.1. NATIO PHARMA ACTIONS (FR0010341867)

[896] La caisse a constitué en 1999 ce fonds dédié qui était à l'origine essentiellement un fonds actions des pays de l'OCDE. Figurent au dossier la convention de gestion du 25 mai 1999, une autre du 2 juin 2003 et un avenant ainsi que le prospectus complet de 2006 et celui de 2011. Le gestionnaire actuel est BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT.

[897] On décrira ici les différentes conventions en pointant les évolutions, par défaut les dispositions non mentionnées ne sont pas modifiées.

1.4.1.1. Les conventions de gestion décrivent initialement un fonds action OCDE qui se transforme au cours du temps en un fonds de fonds potentiellement largement diversifié hors de cette zone

Convention de gestion du 25 mai 1999

[898] Le fond est constitué par cette convention pour une durée de un an tacitement reconductible.

[899] Son horizon de gestion est le « *long terme* », son objectif l'« *optimisation des performances sur l'horizon de gestion* », ce qui pourrait difficilement être moins précis.

[900] Il est composé d'actions négociées sur un marché réglementé de pays membres de l'OCDE (définis par une liste positive) ; la part des valeurs françaises doit représenter au moins 50 % de l'actif net.

[901] L'investissement en OPCVM est possible pour la gestion des liquidités (dans la limite maximale de 5 % de l'actif net) et pour « **une diversification de niche (petites et moyennes valeurs ou toute autre niche d'actifs non accessible dans le cadre des meilleurs intérêts de la CAVP en direct)** » dans la limite de 5 % de l'actif net.

[902] **L'exposition au change est possible et sa couverture n'est pas obligatoire** « *Le degré d'exposition au risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire* » et ne peut être couvert que par des opérations de change à terme interbancaires. Cette disposition est contraire à l'article R. 623-4 du code de la sécurité sociale : le recours aux instruments financiers à terme visés au II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier n'est possible que si ces derniers sont admis à la négociation sur les marchés reconnus dans des conditions permettant d'établir une relation avec les placements et de contribuer à une réduction du risque d'investissement. Toute utilisation de produits dérivés autre que dans un but de couverture est de ce fait interdite.

[903] **Les produits dérivés sont autorisés dans la limite d'engagement de 100 % de l'actif net.**

La convention du 2 juin 2003

[904] Elle annule et remplace celle de 1999. L'horizon de gestion n'est plus défini il est renvoyé à la notice d'information. L'objectif de gestion n'est pas défini. L'univers d'investissement est élargi : le fonds est seulement **principalement** composé d'actions de pays de l'OCDE auxquels s'ajoutent les « *autres titres en capital* ».

[905] Il est précisé le niveau minimal de notation des contreparties couvrant le risque de change. Le recours aux OPCVM est ouvert à la diversification et non aux seules diversification de niche. La part totale ne peut dépasser 10 %, comme auparavant mais sans limite la part de chaque motif d'utilisation à 5 % de l'actif comme auparavant

[906] Les ventes à découvert ne sont pas autorisées et les valeurs émises par un même émetteur limitées à 5 % de l'actif net du fonds.

[907] S'agissant des produits dérivés, il est indiqué « *en aucun cas ces opérations ne doivent amener le fonds à s'écarter de ses objectifs d'investissement tels qu'exposés dans sa notice d'information* ». Cette clause n'a en réalité qu'une portée très vague et sans doute limitée compte tenu du champ possible défini par cette notice cf. *infra*.

[908] La mise en portefeuille de titres émis par une quelconque entité du groupe auquel appartient la société de gestion qui était interdite doit simplement faire l'objet d'une information spécifique dans la cadre du *reporting* mensuel.

[909] Est jointe en annexe la liste des OPCVM de diversification qui sont KLEBER MID CAP EURO et PARVEST US SMALL CAPS.

L'avenant du 27 février 2007

[910] « Les actions émises par des sociétés enregistrées offshore sont autorisées par dérogation lorsqu'elles exercent leur activité principale et sont cotées dans les pays ci-dessus [OCDE] acceptant de ce fait les règles et les normes en vigueur dans ces pays ».

[911] 50 % de l'actif net doivent être consacrés non seulement aux actions et autres titres en capital émis par une société dont le siège social est situé dans un pays membre de l'UEM mais aussi dans les « OPCVM investis sur ces mêmes valeurs mobilières libellés en euros ».

[912] S'agissant des OPCVM les critères d'éligibilité et non leur liste est fixée par la convention. Leur part s'accroît : 15 % de l'actif net pour les OPCVM de diversification 20 % pour le total des OPCVM y compris les monétaires.

[913] **Il leur est ouvert une diversification géographique hors OCDE : Russie et Turquie, Asie du Sud Est et Chine, Inde, Amérique latine.**

[914] **In fine, on passe d'un fonds actions OCDE à la possibilité d'un fonds de fonds potentiellement largement diversifiée au-delà la zone OCDE.**

[915] **Au fil du temps les frais de gestion s'accroissent.**

Tableau 97 : Commissions de gestion

	Convention de 1999	Convention de 2003	Notice d'information
<46 M€	0,2 %	0,239 %	Au maximum de 0,598 %.
De 46 à 92 M€	0,175 %	0,209 %	
Plus de 92 M€	0,15 %.	0,179 %	

Source : Conventions et notice.

1.4.1.2. Les prospectus montrent par ailleurs que le risque lié aux produits dérivés qui sont autorisés peut être important

[916] Une partie de la notice d'information retrace bien un fonds d'investissement action « classique » « La stratégie d'investissement repose sur une gestion active fondée sur une approche systématique et disciplinée de la sélection de valeurs alliant recherche financière recherche extra-financière et analyse quantitative ». « L'objectif est d'obtenir une performance de gestion principalement par le choix des valeurs et sans recours à des techniques synthétiques de surexposition ». « Le fonds investit 90 % de son actif en actions et autres titres en capital négociés sur les marchés reconnus de pays de l'OCDE ».

[917] Toutefois, il comporte des dispositions contradictoires pour les limites d'investissement en OPCVM dont certains fixent un niveau plus élevé d'exposition : « Pour gérer liquidité et également procéder à une diversification internationale le FCP peut investir jusqu'à 20 % maximum dans des parts d'OPCVM ». « L'utilisation des OPCVM est limitée à la gestion des liquidités, dans la limite de 5 % de l'actif net, ainsi qu'à la diversification des placements dans la limite de 10 % de cet actif ».

- [918] Enfin, la notice donne au FCP une large possibilité d'utiliser des produits dérivés dont les objectifs d'utilisation sont peu précis dans la convention. Le fonds est autorisé « **en vue de protéger ses actifs ou de réaliser son objectif de gestion, à utiliser des instruments financiers sur un marché réglementé ou de gré à gré** ».
- [919] En particulier des crédits default swap (CDS) peuvent être utilisés pour « prendre une position de crédit sur un émetteur ou un panier d'émetteurs. Dans ce cadre **le FCP pourra aussi bien se porter acheteur que vendeur de protection** » ou « comme instrument de couverture d'expositions de crédits présents en portefeuille ». **Cette disposition autorise les prises de position les plus spéculatives. Leur seule limite sera un montant de 100 % de l'actif net et donc un potentiel risque de perte totale du portefeuille.**
- [920] « L'exposition aux dérivés de crédits ne pourra excéder 100 % de l'actif. » mais « l'engagement sur ces instruments se fait en complément des titres en portefeuille et peut porter l'engagement global du portefeuille à **200 % maximum de l'actif du FCP** ».
- [921] Enfin, en 2011, le prospectus est modifié pour permettre au fonds de détenir des *Exchanged Traded Funds* (ETF) qui, juridiquement, sont des OPCVM indiciels, comme complément en vue de la diversification internationale des placements, dans la limite de 15 % de l'actif net.
- [922] En mai 2011, le fonds demande à la caisse son « interprétation » sur l'éligibilité de deux *trackers* l'un de droit canadien libellé en dollars canadiens l'autre de droit australien libellé en dollars australiens en indiquant « l'avenant au contrat de gestion du 27 février 2007 mentionne que les OPCVM doivent être de droit français ou régis par les réglementations des états parties à l'accord sur l'EEE, à conditions qu'ils soient conformes à la directive du 20/1/21985 ». L'Australie et le Canada ne sont pas partie à l'EEE et les prospectus ne mentionnent pas le respect de la conformité à la directive européenne. De plus l'avenant indique que « conformément au décret n° 2002-1314 les OPCVM en portefeuille et investissant hors zone euro doivent être libellés en euros ou réalisables en euro ; et les 2 OPCVM sont libellés dans des devises autres que l'euro »
- [923] **En réponse à cette demande qui établit clairement la non éligibilité de ces titres la CAVP répond (mail non daté) « nous vous autorisons à détenir exceptionnellement ces deux trackers sachant que ceci n'es pas une remise en cause de la convention de gestion ».**

1.5. Les fonds d'obligations et titres de créance de la zone euro

- [924] L'échantillon comprenait uniquement le fonds PHARMA SELECTION OE. Celui-ci a été traité avec l'ensemble des fonds PHARMA SELECTION au point 1.2.1.

1.5.1. HSBC PHARMA OBL TX FCP 3DEC (FR0010588442)

- [925] Ce fonds commun de placement entre dans la catégorie AMF des « Obligations et autres titres de créances libellés en euros ». La gestion est assurée par HSBC.

1.5.1.1. Objectifs

- [926] Le Fonds a pour objectif de réaliser, une performance annualisée supérieure à l'indice de référence, EURIBOR 3 mois, sur la durée de placement recommandée, net de frais de gestion.
- [927] Le principal « *moteur de performance* » utilisé pour atteindre l'objectif de gestion est l'exposition aux « *marges de crédit* » offertes par les émetteurs privés de la zone euro.

1.5.1.2. Risques

- [928] En matière de gestion des risques, sont expressément interdits :
- les produits dérivés ;
 - les obligations de rang de subordination « Tier One » ou « Upper Tier 2 » ;

[929] Le prospectus proscrit également l'exposition au risque de change et impose des notations minimales pour les contreparties.

1.5.2. HSBC PHARMA OBLIG GOUV (FR0010746958)

[930] Ce fonds dédié a été mis en place par une convention du 23 mai 2012. La société de gestion est HSBC Asset management.

1.5.2.1. La convention

[931] Dans le dossier initialement fourni, il ne figurait que la copie d'une page sur deux de la convention. Il a ensuite été fourni un exemplaire sans les annexes 3 et 4 (rémunération).

[932] **La convention de gestion date du 23 mai 2012 soit postérieurement au début des investigations de l'IGAS et prend effet au 8 avril 2009 avec une durée indéterminée. Le fond aura donc été utilisé pendant plus de trois ans sans convention de gestion.** La convention est conclue pour une durée indéterminée.

[933] Ses dispositions comportent les différences suivantes avec le prospectus analysé ci-dessous :

- Le fonds peut avoir recours aux dépôts dans la limite de 20 % de son actif alors qu'il n'est pas précisé de limite dans le prospectus ;
- Les obligations de rang de subordination « Tier one » ou « Upper tier 2 » sont expressément exclues ce qui n'a aucun sens pour les obligations qui sont l'objet de ce fonds.
- L'objectif de gestion est d'offrir un rendement supérieur à l'indicateur de référence qui n'est pas défini dans la convention (mais l'est dans le prospectus cf. *infra*).

1.5.2.2. Le prospectus

[934] Le prospectus figurant au dossier ne comporte pas la date de création de ce fonds qui est institué pour une durée de 99 ans.

[935] Il s'agit d'un fonds en obligations autres titres de créances libellés en euros. Son objectif est « *d'offrir un rendement supérieur à l'indicateur de référence, grâce à la sélection d'obligations et autres titres de créances des Etats européens libellés en euros* ». L'indicateur est la performance d'une OAT de *duration* équivalente à celle du portefeuille. Au lancement, la performance sera comparée à celle d'une OAT à 10 ans.

[936] La stratégie de gestion est de type « *Buy and Hold* » dont le principe est « *de porter les titres jusqu'à maturité* ». « *Cette gestion présente l'intérêt, sous l'hypothèse de l'absence de défaut de connaître le rendement qu'offrira le portefeuille à échéance lors de sa construction* ». La gestion « *privilégie la sélection de valeurs offrant une rentabilité attractive comparativement à leur qualité de crédit. Une fois les investissements réalisés la solvabilité des titres en portefeuille est le principal déterminant de la performance* ».

[937] L'univers d'investissement est composé d'obligations et autres valeurs négociées sur un marché reconnu des Etats membres, des collectivités publiques et établissements publics de l'UE, des organisations internationales composées de membres de l'UE.

[938] Il est possible d'utiliser des options et swap de taux mais « *uniquement dans un but de couverture du portefeuille* »

[939] Les frais prévus sont une commission de souscription et de rachat sont de 5 % maximum de la valeur liquidative. Les frais de fonctionnement et de gestion sont un forfait de 80 k€ pour les actifs entre 0 et 100 M€ 0,06 % entre 100 et 200 millions, 0,05 % au-delà.

[940] Le prospectus prévoit que le fonds investira au minimum à 60 % en obligations et autres titres de créances de la zone euro.

[941] Il comporte par la suite des règles qui sont contradictoires avec les dispositions antérieures voir son objet même :

- Les titres définis comme l'objet même du fonds sont limités à 35 % ;
- Cette limite est portée à 100 % en incluant des obligations **garanties** par ces émetteurs et si les instruments financiers proviennent d'au moins six émissions différentes aucune ne dépassant 30 % de l'actif ;

[942] Par ailleurs il est possible pour le fonds de faire des cessions temporaires jusqu'à 100 % de l'actif et des acquisitions temporaires dans la même limite.

[943] La performance visée est de faire mieux que « *celle d'une OAT de duration équivalente à celle du portefeuille* ».

1.6. Les fonds d'obligations et titres de créances internationaux

1.6.1. Indopharma Oblimonde (FR0010342246)

[944] Ce fonds est un fond dédié d'obligations françaises et internationales mis en place par une convention de gestion d'un an tacitement reconductible par périodes annuelles en date du 12 avril 1999. Son gestionnaire actuel est AMUNDI.

1.6.1.1. Les conventions de gestion successives élargissent l'univers d'investissement

La convention initiale

[945] L'horizon de gestion est « *de long terme* ». L'objectif est l'« *optimisation des performances sur l'horizon de gestion* » ce qui pourrait difficilement être plus vague.

[946] Le fond est composé d'obligations et de titre de créances négociés sur un marché réglementé de pays membres de l'OCDE (liste). La part des obligations, titres participatifs et titres de créances français doit représenter au moins 50 % de l'actif du fonds.

[947] Toutefois le fonds peut détenir des titres participatifs, obligations convertibles, ORA⁷⁰, OBSA⁷¹, TSDI⁷², **fonds communs de créances, produits structurés** ou tout autre titre hybride coté dans la limite de 10 % de l'actif net.

[948] La fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt 0 à +10 ce qui signifie qu'une variation de 1 % du taux d'intérêt peut faire varier de 10 % (à la hausse ou à la baisse) la valeur du fonds.

[949] **Le degré d'exposition au risque de change « est laissé à la libre appréciation du gestionnaire »** et il « *ne peut être couvert que par des opérations de change à terme interbancaire* ». Cela veut dire que le risque de change peut ne pas être couvert.

[950] Les titres de taux doivent avoir obtenu des notes minimales de Standard&Poor's et Moody's respectivement court terme A1/P1 long terme A/A2. Tout fonds commun de créances mis en portefeuille doit avoir une notation égale à AAA.

[951] Des OPCVM listés en annexe peuvent être utilisés pour la gestion des liquidités dans la limite maximale de 5 % de l'actif net.

⁷⁰ Obligations remboursables en actions.

⁷¹ Obligation à bons de souscription d'actions. Inaugurée en 1983, l'obligation à bons de souscription d'actions est une obligation à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons. Ceux-ci donnent le droit de souscrire des actions nouvelles de la société émettrice à un prix et dans les conditions et les délais fixés par le contrat d'émission. Ainsi, le souscripteur d'une OBSA est d'abord un obligataire, mais aussi un actionnaire potentiel de la société émettrice.

⁷² Les titres subordonnés à durée indéterminée sont des émissions subordonnées dont la durée est infinie, le remboursement se faisant au gré de l'émetteur.

[952] Le fonds peut s'exposer aux produits dérivés dans la limite de 100 % de l'actif net. « *Les produits dérivés négociés exclusivement sur le MATIF et le MONEP et sur les marchés étrangers autorisés par l'arrêté du 6 septembre 989 modifié sont autorisés dans la limite d'engagement de 100 % de l'actif net* » Des limites de notation par Standard&Poor's et Moody's sont fixées aux contreparties des opérations de *swap*⁷³ de taux d'intérêt, de *cap*⁷⁴ et de *floor*⁷⁵.

La convention de gestion du 25 juin 2003

[953] Cette convention annule et remplace la précédente. S'agissant de l'horizon de gestion elle renvoie à la notice. L'objectif demeure l'« *optimisation des performances sur l'horizon de gestion* ».

[954] Elle comporte, par rapport à la convention antérieure, les modifications suivantes :

- 50 % actifs net « obligations et autres titres de créances des émetteurs résidents d'un pays de l'UEM libellés en euros » (et non plus France) ;
- La détention d'instruments de taux à durée indéterminée n'est pas autorisée ;
- La fourchette de sensibilité du portefeuille est de 0 /+8 (et non plus +10) ;
- S'agissant du risque de crédit les notations maximales des titres de taux admis sont dégradées de A à BBB+ pour Standard&Poor's et de A2 à Baa1 pour Moody's.

[955] Des règles de dispersion sont introduites :

- 5 % au maximum de l'actif net pour les valeurs émises par un seul émetteur sauf si l'Etat autorisé dont la notation est supérieure ou égale à A1 ou A2 et pour les OPCVM ;
- Pas plus de 5 % d'une émission sauf pour les Etats autorisés ;
- La part des OPCVM passe à 10 % de l'actif net contre 5 %.

[956] Une lettre du 4/2/2005 autorise les dix nouveaux états membres de l'UE mais « *limitée à la détention de positions en obligations et autres titres de créances [...] émis et garantis par l'Etat.* »

[957] Un avenant du 26/10/2012 prend acte du changement de dénomination de la société de gestion CREDIT ASSET MANAGEMENT et modifie la liste des OPCVM de trésorerie éligible.

1.6.1.2. Les frais de gestion

[958] Dans la convention initiale, la commission de gestion est de 0,17 % pour un actif inférieur à 300 MF / 0,14 % pour l'actif net compris entre 300 et 600 MF / 0,12 % au dessus 600 MF. La convention prévoit que les « rémunérations indirectes non négociées » sont interdites et que la CAVP pourra à cet égard diligenter des contrôles. Ils ne sont pas modifiés par la suite la convention suivante se limite à traduire les seuils en euros.

⁷³ Le contrat de swap est un échange de flux financiers, calculés à partir d'un montant théorique de référence appelé notionnel, entre deux entités pendant une certaine période de temps. Contrairement aux échanges d'actifs financiers, les échanges de flux financiers sont des instruments de gré à gré sans incidence sur le bilan, qui permettent de modifier des conditions de taux ou de devises (ou des deux simultanément), d'actifs et de passifs actuels ou futurs.

⁷⁴ Le *cap* est une option sur taux d'intérêt qui permet à un emprunteur de se fixer un taux d'intérêt plafond au-delà duquel il juge le coût d'un emprunt prohibitif et recevra le différentiel entre le taux du marché et le taux plafond.

⁷⁵ Le *floor* est une option sur taux d'intérêt qui permet à un prêteur de fixer un taux plancher en deçà duquel il juge le taux de rémunération insuffisant et recevra le différentiel entre le taux plancher et le taux du marché.

1.6.1.3. Prospectus complet 24 juillet 2006

- [959] L'objectif de gestion est la « *valorisation à moyen/long terme du portefeuille investi sur les marchés obligataires internationaux par la mise en œuvre d'une gestion discrétionnaire* » L'objectif n'est pas de battre l'indice *JP Morgan Gouvernement Bond index EMU* mais celui-ci est l'indicateur « *de référence* ».
- [960] Le prospectus présente des différences par rapport à la convention :
- La sensibilité globale est comprise entre 0 et +10 (et non +8 comme la seconde convention) ;
 - Parmi les six axes majeurs de valeur ajoutée figure « *le trading : prise de positions à court terme afin de réduire ou d'amplifier les positions stratégiques sur certaines phases d'accélération du marché tant sur les contrats futures obligataires que sur les marchés des changes, privilégiés pour leur liquidité* » ;
 - Le contrôle du risque s'effectue au travers de « *la tracking error ex ante de 3,5 % l'an à 66 % de niveau de confiance dans des conditions normales de marché* » ;
 - L'investissement en OPCVM est à 20 % et non 10 % comme prévu dans la convention il peut aussi être fait non seulement pour gérer des liquidités mais aussi pour « *procéder à une diversification internationale du FCP* ».
- [961] Le document est contradictoire s'agissant de la limite d'investissement en OPCVM : « *Afin de gérer les liquidités et également procéder à une diversification internationale [...] le FCP peut investir jusqu'à 20 % maximum dans des parts et actions d'OPCVM* ». « *L'utilisation des OPCVM est limitée à la gestion des liquidités ainsi qu'à la diversification des placements dans la limite maximale d 15 % de l'actif net* ».
- [962] S'agissant des instruments dérivés « *L'engagement se fait dans la limite de 100 % maximum de l'actif du FCP en complément des titres en portefeuille et peut porter l'engagement global du portefeuille à 200 % maximum de l'actif du FCP* ».
- [963] Les instruments dérivés autorisés sont : « *tous les types de marché réglementé organisé et de gré à gré, pour les risques de taux change et crédit, en couverture, exposition et opération d'achat/vente tactique et peuvent porter sur les futures, option, swap et change à terme de toutes nature.* »
- [964] Les stratégies peuvent être de « *couverture ou exposition du risque de change et de taux* », de « *reconstitution d'une exposition synthétique à des actifs, aux risques mentionnés, de trading sur futures et financement des positions obligataires en devises en euros* ».
- [965] Des prises en pension, prêts de titres, *sell and buy back*, *buy and sell back* sont possibles et peuvent être utilisées pour « *contribution éventuelle à la surexposition de l'OPCVM* » cela peut contribuer à accroître l'exposition au-delà de la limite de 200 % citée plus haut.
- [966] La commission de souscription est de 5 % de la valeur liquidative et les frais de gestion 0,5 % de l'actif net.
- [967] **En 2008 suite à des investissements non autorisés la société de gestion rétrocède 498 k€ sous forme de rétrocession de commissions de gestion.**

1.6.2. Aviva Obligations 2014 (FR0010840769)

- [968] Etabli par convention du 8 janvier 2010, ce fonds est un FCP dédié de type obligations et autres titres de créances internationaux. La société de gestion est Aviva Investors France. La convention est à durée indéterminée.
- [969] Au-delà de la présentation d'un fonds obligataire classique qui offre une stratégie de portage des titres à maturité, ce fonds ne s'interdit pas l'utilisation de produits dérivés dans un but qui n'est pas de couverture.

1.6.2.1. Convention de gestion du 8 janvier 2010

- [970] La création du fonds a été demandée par la CAVP pour un investissement initial de 100 M€.
- [971] Le fonds a pour objectif de « *réaliser une performance annualisée supérieure à l'indicateur de référence Euribor 3 mois sur la durée de placement recommandée après déduction des frais de gestion réels* », il est « *principalement géré dans une optique de portage des titres à maturité* »
- [972] L'univers d'investissement est « *principalement* » constitué « *des marchés de taux des pays de la zone euro et des pays membres de l'OCDE. Les titres détenus seront exclusivement libellés en euros et appartiendront indifféremment à des émetteurs du secteur public ou du secteur privé* ».
- [973] Le ratio de dispersion est fixé à 5 % maximum par émetteur. La fourchette de sensibilité est de 0 à +10.
- [974] L'univers d'investissement est étendu aux « *instruments dérivés ou instruments intégrant des dérivés, notamment des contrats futures, des options des swaps de taux, des swaptions, des warrants, des droits ou encore des caps et des floors* ». Ces instruments seront utilisés « *dans le but de piloter l'exposition du portefeuille aux marchés de taux, sans rechercher de surexposition, ou de couverture* ». La couverture n'est donc pas l'objet unique du recours aux dérivés.
- [975] Le fonds peut investir dans la limite de 10 % de son actifs en OPCVM à l'exclusion des OPCVM de fonds et nourriciers. « *Ces OPCVM appartiendront aux classes obligations et autres titres de créances libellés en euro et/ou internationaux, dans le but de réaliser l'objectif de gestion et monétaire dans l'objectif de gérer les excédents de trésorerie.* »
- [976] Le FCP peut recourir aux mises en pension et aux prêts de titres pour 100 % de son actif, aux prises de pension et aux emprunts de titres à hauteur de 10 %.
- [977] Les obligations subordonnées sont expressément exclues.
- [978] Les frais sont de 0,04 % actif net, des commissions d'acquisition et de cession ne sont pas prévues. Les frais de gestion sont plus faibles que ceux prévus dans les autres fonds examinés.

1.6.2.2. Le prospectus

- [979] « *Le fonds a pur objectif de réaliser une performance annualisée EURIBOR 3 mois, sur la durée de placement recommandée, après déduction des frais de gestion réels* ».
- [980] La stratégie de gestion du fonds s'inscrit dans « *une optique de portage des titres à maturité 2014. Au terme de cette stratégie, le fonds pourra soit continuer à être géré en obligataire, soit être transformé en OPCVM monétaire* » Le FCP est exposé au minimum à hauteur de 90 % son actif en obligations et titres de créances négociables libellés en euros.
- [981] Le processus de gestion est une « *analyse macro-économique définissant les grandes thématiques et les orientations sectorielles, les valeurs seront sélectionnées en fonction de leur potentiel de valorisations des perspectives de croissance de la société émettrice de la qualité de son management et de sa communication financière ainsi que de la négociabilité du titre sur le marché* ».
- [982] Toutefois, d'autres dispositions vont nettement au-delà de cette approche classique.
- [983] « *L'exposition du portefeuille aux marchés de taux pourra représenter jusqu'à 100 % de l'actif net et sa sensibilité est comprise entre 0 et +10* ». « *L'exposition sera réalisée par investissement direct en titres de créance ou instruments du marché monétaire et/ou par des instruments dérivés ou intégrant des dérivés* ». « *Le recours aux instruments dérivés sera effectué dans le but de piloter l'exposition du portefeuille aux marchés de taux, sans rechercher de surexposition ou de couverture* ».
- [984] Les actifs autorisés et les limites posées sont définis comme suit :
- titres de créances instruments marché monétaire

- Partie de la poche taux investie en direct « notamment » : obligations taux fixe/taux variables, indexées sur l'inflation, TCN, BMTN, EMTN non structurés, titres participatifs, titres subordonnés de toute *duration* ;
 - Zone euro et membres OCDE ;
 - Titres issus un même émetteur 5 % maximum actif net ;
 - Notation minimale titres à l'acquisition (« la plus accommodante » court terme Moody's P-1, Standard&Poor's A-1 ; long terme bancaire Moody's A2, Standard&Poor's A, long terme *corporate* Moody's Baa1, Poor's BBB+ ;
 - 10 % OPCVM de la même classe et pas OPCVM d'OPCVM ou fonds nourricier.
- Instruments dérivés « *futures et options, swaps de taux, caps/floors, swaptions. Négociés sur marchés réglementés français et étrangers, organisé et/ou de gré à gré Ces opérations seront réalisées notamment dans le but de piloter l'exposition aux marchés de taux, sans rechercher de surexposition, ou de couverture ; elles pourront également permettre d'ajuster le portefeuille aux perspectives d'évolution de la courbe des taux* »
 - des instruments intégrant des dérivés droits et warrants

[985] Le fonds peut prendre en pension (jusqu'à 10 % de l'actif net, 100 % dans le cas d'une prise en pension contre espèces) ; mettre en pension (100 % actif net), faire des prêts (100 % actif net) et des emprunts (10 % de titres).

[986] Les commissions de souscription non acquises à l'OPCVM, non prévus par la convention, sont de 4 % maximum. Les frais de fonctionnement et de gestion de 0,04 % sont conformes à la convention.

1.6.3. CADUCEE OBLIG INTER FCP 3DEC (FR0010337535)

1.6.3.1. Objectifs

[987] Ce FCP obligataire, géré par IXIS ASSET MANAGEMENT, doit être en permanence composé d'au moins 50 % d'obligations françaises et s'inscrit dans une gestion de moyen terme dont l'horizon est supérieur à trois ans.

[988] Comme nombre de ses homologues, son objectif est « la valorisation des actifs à long terme ». Outre le peu de contraintes que cela fait peser sur le gérant et le manque de clarté d'une formulation aussi générale, il est intéressant de remarquer la contradiction entre l'objectif de long terme affiché ici et celui de moyen terme énoncé dans le paragraphe traitant précisément de l'horizon de la gestion.

[989] **La convention mentionne explicitement le décret de 2002 auquel est soumis la CAVP. Il est précisé que l'univers d'investissement doit respecter les dispositions de ce décret.**

[990] Aussi, le recours à certains actifs est interdit par la convention de gestion. Sont ainsi interdits :

- OPCVM d'OPCVM ;
- OPCVM de gestion alternative ;
- OPCVM nourriciers ;
- OPCVM diversifiés.

1.6.3.2. Risque de change

- [991] L'extrait suivant du prospectus du fonds est des plus explicites quant au traitement du risque de change : « ***Le degré d'exposition au risque de change est laissé à la libre appréciation du gestionnaire dans le cadre de ses responsabilités et des contraintes définies à la présente annexe*** ».
- [992] Les contreparties utilisées pour couvrir le risque de change doivent cependant respecter une notation minimale.
- [993] Par conséquent les seules contraintes pesant sur le gestionnaire sont ces notations et la disposition prévoyant que « *conformément au décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002, les OPCVM investis hors zone euro doivent être libellés ou réalisables en euros* ».
- [994] Au titre de la diversification géographique, l'exposition sur les marchés suivants est autorisée au travers d'OPCVM : « ***Europe Centrale et Orientale (Russie et Turquie comprises), Asie du sud est (Chine comprise), Inde, Amérique latine*** ».

1.6.3.3. Contrôles possibles par la caisse

- [995] La convention de gestion prévoit que la caisse doit avoir accès, sur simple demande, à tous les documents afférents à la gestion du fonds. La société de gestion doit en particulier transmettre un exemplaire de son code de déontologie

1.6.4. CPR PHARMA Base Crédit (FR0010734020)

- [996] Institué par un document intitulé « Mandat de gestion de portefeuille » établi du 11 mars 2009 au 31 décembre 1999, puis renouvelable par tacite reconduction. La société de gestion est CPR ASSET MANAGEMENT. Créée en 1989, CPR ASSET MANAGEMENT est aujourd'hui une filiale à 100 % du groupe Crédit Agricole.

1.6.4.1. Mandat de gestion

- [997] Le mandat de gestion est d'un modèle différent de ceux fournis dans l'ensemble : le cadre de gestion est décrit en annexe ainsi que les comptes rendus de gestion, les frais et éventuellement les OPCVM acceptés.
- [998] Son article 1 « *objectifs de gestion/règles de gestion* » renvoie au prospectus pour la réelle définition. Il est dans ses dispositions un « couper coller » du PowerPoint de présentation fait par la société de gestion. La nature des actifs qui peuvent être acquis n'est pas clairement définie.

IL A ETE ENSUITE CONVENU CE QUI SUIT :

Article 1 : OBJECTIFS DE GESTION/REGLES DE GESTION DU FCP

La gestion financière du FCP est effectuée en conformité avec son objectif de gestion et dans le respect des stratégies d'investissement tels que décrits dans le prospectus annexé au présent mandat (annexe 1).

Il est rappelé les éléments essentiels suivants :

- **Portefeuille : sélection d'un minimum de 15 titres émis ou couverts en euros**
 - ▶ Univers :
 - 50% minimum de titres émis par des émetteurs appartenant à l'UEM
 - 50 % maximum d'émissions libellées en dollar
 - Classe de rating : Investment Grade et Cross Over (AA→B)
 - Pas de Lower Tier 2 floater Callable (LT2 bullet autorisés)
 - Maturité : 2 à 5 ans (Maturité max : 31/12/2014)
 - ▶ Critère de sélection : Base négative majoritairement > 200 bps avec une target de base moyenne d'environ 300 bps (dans les conditions de marché du 10/03/09).
 - ▶ Couverture systématique du risque de défaut à l'achat via CDS
- **Type de Gestion** : « buy and hold » avec prises de profits et rotations opportunistes des bases en portefeuille
- **Risques principaux** :
 - RISQUE DE TAUX : Exposition aux taux d'intérêts zone euro et dollar
 - RISQUE DE CHANGE : Non, le risque de change est couvert. La gestion veille à réajuster régulièrement la couverture.
 - RISQUE EMETTEUR :
 - ▶ Sensibilité au Spread : résiduelle si translation de la base ([-1 ; +1])
 - ▶ Sensibilité à l'écartement de la base : [0; +4.5]
 - ▶ Perte en cas de Défaut d'un émetteur : COUVERT à l'achat (via achat de protection systématique sur le CDS au niveau de la valeur boursière du titre)
 - RISQUE DE LIQUIDITE : ELEVE dans le contexte actuel
 - RISQUE DE MtM : ELEVE (volatilité observée de 5% en 2008)
 - SCENARIO DE RISQUE MtM : Ecartement de la base - prolongement du trend de 2008 (-100 bps de base instantanée = -3.5% environ de performance négative)
 - RISQUE DE CONTREPARTIE : OUI, avec une limite en exposition par contrepartie (en soulté) : 5% max (vs ratio réglementaire de 10%).
Rating minimum de la contrepartie : A

Source : Mandat de gestion.

[999] Le montant des frais de gestion n'est pas précisé dans le mandat.

[1000] **Un avenant n°1 du 24 juin 2009 permet les émissions libellées en livres sterling et yen.** Il remplace la classe de rating cross over par *high yield* ce qui accroît le niveau de risque autorisé

[1001] Un avenant N°2 du 30/7/2009 modifie les dispositions relatives à la part des émetteurs OCDE et des émissions en \$, £ et €. La rédaction retenue dont on peut espérer qu'elle est liée à une erreur (grossière) et non à une volonté spécifique conduit par sa formulation à autoriser le fond à détenir :

- **100 % de son actif en émetteurs hors OCDE ;**
- **100 % de son actif en monnaies autres que l'euro, le dollar et le yen.**

[1002] L'univers d'investissement qui comportait des obligations privées exclusivement de la zone euro est élargi à une liste de pays de l'OCDE.

Tableau 98 : Comparaison des dispositions de la convention de gestion et de ses avenants

	Convention de gestion	Avenant 1	Avenant 2
Univers	50 % minimum titres émetteurs UEM		100 % maximum de titres émis par des émetteurs appartenant aux pays membres de l'OCDE suivant (liste) en lieu et place de 50 % minimum
	50 % maximum émissions en \$	50 % maximum émissions en \$ £ et Yen	100 % maximum d'émissions libellées en euro, dollar
	Rating investment grade et cross over AA->B	Investment grade et high yield	
	Pas de lower tier 2 floater callable (LT2 bullets autorisé)		
	Maturité 2-5 ans maximum 31/12/2014		
Critère de sélection	Base négative majoritairement > 200 bps avec une target de base moyenne d'environ 300 bps (dans les conditions de marché du 10/3/09)		
	Couverture systématique risque de défaut via CDS		
Type de gestion	Buy and Hold avec prises de profits et rotations opportunistes des bases en portefeuille		

Source : Documents CAVP.

[1003] L'objectif de gestion qui n'était pas défini dans la convention initiale l'est comme suit dans l'avenant n°1 « *Obtenir grâce à un portefeuille d'obligations privées exclusivement des pays membres de l'OCDE une performance supérieure à l'EONIA capitalisé sur une base annuelle* »

1.6.4.2. Le prospectus est mis à jour 11 mars 2009

[1004] La note détaillée qui figure au dossier fourni est celle à jour au 11 mars 2009 et non une version postérieure aux avenants passés et les prenant en compte.

[1005] Le fonds est un OPCVM contractuel non soumis à l'agrément de l'AMF et aux règles applicables aux organismes agréés. Il est créé le 11 mars 2009 pour une durée de 99 ans. Il est classé dans la catégorie des obligations et autres titres de créances internationaux. Les OPCVM d'OPCVM peuvent représenter jusqu'à 50 % de l'actif net.

[1006] L'objectif de gestion est d'« *obtenir grâce à un portefeuille d'obligations privées majoritairement de la zone euro une performance supérieure à l'EONIA capitalisé sur une base annuelle* ».

- [1007] « *La principale source de valeur ajoutée réside dans la gestion de stratégies de base sur un même émetteur afin de capter l'écart important de spread entre les titres physiques et les dérivés de crédit. Pour cela la gestion sélectionnera des titres physiques investment grade ou spéculative grade et couvrira de façon systématique lors de l'investissement le risque de défaut de l'émetteur via un CDS de même maturité* ».
- [1008] « *Le recours aux instruments dérivés sera effectué dans la limite d'engagement hors bilan de deux fois l'actif du fonds et sera ventilé comme suit : pas plus d'une fois l'actif en engagement hors bilan sur les taux et pas plus d'une fois l'actif en engagement hors bilan sur le crédit* »
- [1009] **Un tableau précise les instruments dérivés et la nature des interventions, celle-ci est de couverture sauf pour les EMTN et les bons de souscription de taux qui peuvent être utilisés pour une intervention « exposition »**
- [1010] Il en résulte le profil de risque suivant :
- Risque de taux (fourchette de sensibilité de 0,1 à + 6) ;
 - Risque de perte en capital ;
 - Risque de crédit même si le risque de défaut est couvert par un CDS « *le portefeuille peut être sensible aux mouvements des spreads de crédits des émetteurs en portefeuille dans une fourchette de sensibilité comprise entre -1 et +1* » « *Par ailleurs sur chaque émetteur le portefeuille sera sensible au mouvement de la base que représente l'écartement de spread entre une obligation privée et le CDS de même émetteur et de même maturité. La sensibilité aux mouvements de base de l'ensemble du portefeuille sera comprise entre 0 et + 4,5* » ;
 - Risque de contrepartie ;
 - Risque discrétionnaire « *repose sur la sélection des valeurs, Il existe un risque que l'OPCVM ne soit pas investi à tout moment sur les valeurs les plus performantes La valeur liquidative du fonds peut avoir une performance négative* ». ;
 - Le risque de liquidité apparaît fort « *il peut exister un risque de liquidité sur les instruments financiers sous-jacents et des écarts de valorisation significatifs peuvent être constatés dans des conditions de marché non usuelles* ». « *Les investissements envisagés dans le cadre du recours aux instruments dérivés sur le crédit, dans une situation de marché présentant une faible liquidité, pourraient entraîner en cas de nécessité de vente des actifs, des moins values significatives* ». En cas de manque de liquidité du marché le FCP pourra subir des pertes.
- [1011] Par ailleurs au vu des chiffres, on peut grossièrement estimer que dans le cas le plus défavorable dans lequel les différents risques seraient corrélés l'indicateur de risque irait à +11,5 c'est dire qu'une augmentation de 1 % des taux conduirait à une diminution de 11,5 % de la valeur du portefeuille.
- [1012] Les frais de commissions maximum sont à la souscription et au rachat de 5 % de la valeur liquidative du fonds. Les frais de fonctionnement et de gestion s'élèvent à 0,35 % en première année puis à 0,3 % les années suivantes. Il n'est pas prévu de commission de surperformance.
- [1013] Le prospectus détaille un suivi des risques qui comporte notamment « *un catalogue qui permet de recenser l'ensemble des contraintes applicables à chaque portefeuille* » et « *précise l'entité en charge du contrôle de chaque contrainte, la périodicité du contrôle ainsi que l'outil/état à utiliser* ».
- [1014] De même un outil de contrôle des risques TbRisk contrôle « *la sensibilité, volatilité, Value at Risk dont on déduit le tracking error ex ante* ». Ces contrôles donnent lieu à un état de dépassement édité automatiquement.

2. LES OPCVM OUVERTS

2.1. Les fonds d'obligations et titres de créances internationaux

2.1.1. EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A 3D (IE00B29K0P99)

[1015] Ce fonds est un FCP ouvert de droit irlandais géré par PIMCO. Il est classé par l'Autorité des marchés financiers en fonds d'obligations et titres de créance internationaux.

2.1.1.1. Objectifs

[1016] **L'objectif de ce fonds est dérogoire en tous points à l'esprit du décret de 2002.** L'univers d'investissement du FCP est constitué de titres négociés sur « *les marchés émergents* ». le fonds investit dans des titres d'émetteurs qui sont liés économiquement à des pays dont l'économie est en développement, ou économies de « *marchés émergents* ».

[1017] « *Le Conseiller en investissement a toute discrétion pour identifier les pays qu'il qualifie de marchés émergents et y investir. Pour investir dans des titres de marchés émergents, un Fonds se concentre sur les pays possédant un produit national brut par habitant relativement faible et un potentiel de croissance économique rapide. Les marchés émergents sont en général situés en Asie, en Afrique, au Moyen Orient, en Amérique latine et dans les pays européens en développement. Le Conseiller en investissement sélectionne les pays et les devises des Fonds en évaluant leurs taux d'intérêt, taux d'inflation et taux de change relatifs, leurs politiques monétaires et fiscales, leurs balances commerciales et balances des comptes courants, ainsi que tout autre facteur qu'il considère comme pertinent.* »

[1018] Le fonds investit normalement au moins 80 % de ses actifs dans des instruments à revenu fixe libellés dans des devises de pays possédant des marchés émergents de valeurs mobilières, qui peuvent être représentés par des **contrats à terme ou des instruments dérivés** tels que des options, des contrats à terme standardisés ou des swaps.

[1019] Le fonds peut investir dans des contrats à terme ou des instruments dérivés **libellés dans toute devise.**

[1020] Le Fonds peut, **sans y être tenu**, couvrir son exposition aux devises autres que l'USD.

[1021] « *En raison du niveau de risque supérieur à la moyenne lié au Fonds Emerging Local Bond Fund, (celui-ci ayant la possibilité d'investir dans des instruments financiers dérivés et dans des titres de marchés émergents), il est déconseillé d'accorder à celui-ci une part trop importante dans un portefeuille d'investissement ; le Fonds peut ne pas être recommandé pour tous les investisseurs.* »

[1022] Le tableau suivant liste les pays dans lesquels le gérant est autorisé à investir.

Tableau 99 : Pays autorisés

Australie, Canada, États-Unis d'Amérique, Hong Kong, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Argentine,
Bahreïn Bourse de Bahreïn
Bangladesh Bourse de Dhaka
Bermudes Bourse des Bermudes
Botswana Bourse du Botswana
Brésil Bolsa de Valores de Rio de Janeiro
Chili Bolsa de Comercio de Santiago
Chine (République populaire de) Bourse de Shanghai
Colombie Bolsa de Bogata
Croatie Bourse de Zagreb
Égypte Bourse d'Alexandrie
Ghana Bourse du Ghana
Hong Kong Bourse de Hong Kong
Islande Bourse d'Islande
Inde Bourse de Bangalore
Indonésie Bourse de Jakarta
Israël Bourse de Tel-Aviv
Jordanie Marché financier d'Amman
Kenya Bourse de Nairobi
Corée Bourse de Corée
Koweït Bourse du Koweït
Malaisie Bourse de Kuala Lumpur
Île Maurice Bourse de l'Île Maurice
Mexique Bolsa Mexicana de Valores
Maroc Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca
Nigeria Bourse du Nigeria à Lagos
Namibie Bourse de Namibie
Pakistan Bourse d'Islamabad
Pérou Bolsa de Valores de Lima
Philippines Bourse des Philippines
Russie Système de négociation russe
Arabie Saoudite Bourse d'Arabie saoudite
Singapour Bourse de Singapour
Afrique du Sud Bourse de Johannesburg
Corée du Sud Bourse de Corée
Sri Lanka Bourse de Colombo
Taiwan (République de Chine) Taiwan Stock Exchange Corporation
Thaïlande Bourse de Thaïlande
Turquie Bourse d'Istanbul
Ukraine Bourse d'Ukraine
Uruguay Bolsa de Valores de Montevideo
Venezuela Bourse de Caracas

Zambie Bourse de Lusaka
Zimbabwe Bourse du Zimbabwe

Source : *Prospectus*.

2.1.1.2. Dérivés et risque de change

[1023] **Le fonds peut acheter et vendre des obligations structurées et des titres hybrides, acheter et vendre des options d'achat et de vente sur titres, des indices de titres et des devises, conclure des contrats à terme et utiliser des options sur contrats à terme. Le fonds peut également conclure des contrats de swap de taux d'intérêt, de taux de change, d'indices sur titres, de titres spécifiques et des swaps de crédit.**

[1024] **Il est également prévu au prospectus que, dans la mesure où le fonds peut investir dans des titres libellés dans des devises étrangères, il peut également investir dans des contrats de swaps de taux de change. Le fonds a aussi la possibilité de prendre des options sur contrats de swap de devises autres que le dollar, taux d'intérêt et indices de valeurs, ainsi que des contrats de change à terme et des swaps de défaillance. Le fonds est autorisé à réaliser des transactions de titres à l'émission, à livraison différée, à placement progressif, de contrats à termes, d'options, de swaps et de devises à des fins de gestion efficace de portefeuille. Il est utile de rappeler que dans le jargon financier, une gestion dynamique ou efficace s'oppose à une gestion en couverture.**

2.1.1.3. Vente à découvert

[1025] Habituellement, les OPCVM investissent en positions « longues uniquement ». Cela signifie que leur valeur nette d'inventaire augmente (ou recule) en fonction de la valeur de marché des actifs qu'ils détiennent. En d'autres termes, ces OPCVM achètent des titres et ne pratiquent pas la vente à découvert. Néanmoins le fonds EMERG.LOCAL BD H INSTL USD A 3D se réserve le droit de pratiquer de telles opérations.

[1026] Une vente à découvert implique la vente d'un titre que le vendeur ne possède pas dans l'espoir d'acheter le même titre (ou un titre échangeable contre ledit titre) à une date ultérieure à un cours moins élevé.

[1027] Pour pouvoir effectuer la livraison à l'acheteur, le vendeur doit emprunter le titre et est tenu de le remettre (ou un titre échangeable contre ledit titre) au prêteur ce qui se fait par l'achat ultérieur dudit titre. **Bien que la caisse ne soit pas autorisée à conclure des ventes à découvert en vertu de la réglementation**, un fonds peut, par le biais de certaines techniques dérivées (comme les contrats pour différence) conçues pour produire le même effet économique qu'une vente à découvert (une « vente à découvert synthétique »), créer des positions « longues » et « vendeuses » sur des actions et des marchés individuels.

[1028] En conséquence, en sus de détenir des actifs susceptibles d'augmenter ou de chuter avec les marchés, un fonds peut détenir des positions qui augmentent quand la valeur de marché chute et qui chutent quand la valeur de marché augmente. Prendre des positions vendeuses synthétiques implique de négocier sur la marge et donc un risque plus grand que les investissements basés sur une position acheteuse.

2.1.1.4. « Obligations pourries » ou « *junk bonds* »

[1029] Le fonds peut investir tous ses actifs dans des titres à rendement élevé (« *obligations pourries* » ou « *junk bonds* »), pour autant qu'il n'investisse pas plus de 15 % du total de ses actifs dans des titres assortis d'une notation inférieure à B selon Moody's ou d'une notation équivalente de la part de S&P ou Fitch ou, en l'absence de notation, dans des titres considérés comme étant de qualité équivalente par PIMCO.

[1030] Le fonds peut, sans limitation, chercher une exposition de marché aux titres dans lesquels il investit principalement en concluant une série de contrats d'achat et de vente ou en utilisant d'autres techniques d'investissement comme les « dollar rolls » qui, par certains aspects, sont similaires aux contrats de prise en pension.

[1031] Dans une transaction de « dollar roll », le fonds vend un titre lié à une créance hypothécaire à un courtier et accepte simultanément de racheter un titre semblable (mais non identique) à l'avenir, à un prix prédéterminé. La « performance absolue » recherchée par le fonds se compose des revenus et l'éventuelle appréciation du capital. Elle provient généralement des baisses de taux d'intérêt ou de l'amélioration des fondamentaux de crédit d'un secteur ou d'un titre donné.

2.1.2. PICTET EMER LOCAL CUR DEBT I 4D (LU0255798018)

[1032] Ce fonds ouvert luxembourgeois géré par PICTET est commercialisé en tant que fonds d'obligations et titres de créance internationaux.

2.1.2.1. Objectifs

[1033] Les objectifs affichés par le fonds sont au nombre de deux. Le fonds souhaite s'exposer d'une part, à la **dette locale des pays émergents** et, d'autre part, aux **devises de ces mêmes pays émergents**.

[1034] Les investissements du fonds sont, pour la plupart, libellés dans la monnaie nationale de l'émetteur. Bien qu'il soit envisagé de conclure des contrats à terme pour couvrir les risques de change, le prospectus précise que « *les investisseurs doivent être conscients qu'il n'existe, à ce stade, pas de marché développé permettant de conclure des opérations de couverture. Il faut dès lors s'attendre à ce que les risques de change ne pourront pas toujours être couverts et la volatilité des devises des pays dans lesquels le Compartiment va investir risque dès lors de se refléter dans la valeur nette d'inventaire du Compartiment.* »

[1035] Le prospectus précise que ce fonds est ouvert aux investisseurs « *qui sont tolérants au risque* ». On notera donc la tolérance de la CAVP au risque.

2.1.2.2. Dérivés

[1036] L'utilisation des produits dérivés est possible dans la limite de 10 % de l'actif net du fonds. Le but affiché n'est pas celui de la couverture : « Le Compartiment pourra investir dans des warrants sur valeurs mobilières, sur indices et des bons de souscription ainsi qu'utiliser les opérations sur devises dans un but autre que de couverture. »

[1037] L'effet de levier attendu de l'utilisation des produits dérivés se monte à 150 %, ce qui signifie que pour une mise initiale de 100 euros, l'exposition équivalente correspond à celle qui aurait été obtenue en plaçant 150 euros. Le prospectus précise également qu'en fonction des conditions de marché, l'effet de levier pourra être plus élevé.

[1038] A noter que le compartiment peut, à hauteur de maximum « 100 % de ses actifs nets, conclure *des credit default swaps* ».

2.1.2.3. Risque de change

[1039] Sur la question du risque de change, le prospectus est on ne peut plus explicite : « *le montant total net des engagements résultant des transactions sur devises effectuées à des fins de spéculation et de couverture ne pourra pas dépasser 100 % des actifs nets du Compartiment.* »

[1040] Il est intéressant de noter cette mesure de prudence qui consiste à ne pas risquer plus que son capital initial sur le seul risque de change. Cependant, la mission comprend qu'il est possible de mettre en risque 100 % de l'investissement initial par une exposition du risque de change **en plus de l'exposition directe à la dette émergente**.

2.1.3. Amundi Funds Equity Latin America IU (LU0201576070)

- [1041] Ce fonds ouvert luxembourgeois géré par AMUNDI investit sur des actions de sociétés situées dans des **pays émergents**.
- [1042] Le prospectus décrivant le fonds présente la particularité d'être rédigé en anglais et, bien que tenant sur de plusieurs centaines de pages, il n'est pas plus clair que les prospectus de fonds rédigés en français : « *The objective of the Sub-Fund is to seek medium term capital growth by investing at least two thirds of its assets in shares and financial instruments replicating or based on shares ("equity-linked instruments") of companies of Latin American countries.* »
- [1043] « *The Sub-Fund may invest in financial **derivative instruments** for hedging purpose **and for the purpose of efficient portfolio management.*** »
- [1044] *The MSCI EM Latin America index represents the reference indicator of the Sub-Fund. The Sub-Fund does not aim to replicate the reference indicator and may therefore significantly deviate from it. The base currency of the Sub-Fund is US Dollar.* »
- [1045] Comme souvent dans le cas des fonds ouverts, les frais prélevés sont conséquent :
- 2,5 % de frais de souscription;
 - 1,31 % de frais de gestion par an ;
 - 20 % par an de la surperformance par rapport au MSCI EM LATIN AMERICA

2.1.4. HSBC GLOB.EME.I C. (LU0234594009)

- [1046] Ce fonds ouvert géré par HSBC ASSET MANAGEMENT a vocation à intervenir sur le marché des taux des **pays émergents**.

2.1.4.1. Objectifs et univers d'investissement

- [1047] Le compartiment souscrit par la caisse vise un rendement en investissant principalement dans un portefeuille diversifié de titres à revenu fixe (obligations, etc.) et autres titres apparentés de catégorie « *Investment Grade* » et « *Non-Investment Grade* ».
- [1048] Ces titres sont émis ou garantis par **des gouvernements, des agences gouvernementales ou des organismes supranationaux des marchés émergents**, ou par des sociétés qui ont leur siège sur un marché émergent. Les titres visés seront principalement libellés en devises locales. Le compartiment peut investir, à titre accessoire, dans des titres libellés en dollars US et en devises des autres pays membres de l'OCDE.
- [1049] La mission rappelle qu'en vertu de l'article R. 623-3 du code de la sécurité sociale, l'obligation émise par des états ou des organismes à caractère gouvernemental, sont limités aux obligations et autres valeurs émises ou garanties :
- par l'un des Etats partie à l'**Espace économique européen**⁷⁶;
 - par un organisme international à caractère public dont un ou plusieurs Etats membres de l'**Union européenne** font partie ;
 - par les collectivités publiques territoriales et les établissements publics des Etats partie à l'accord sur l'**Espace économique européen**.
- [1050] La société de gestion également peut acquérir des parts ou des actions d'OPCVM et/ou d'autres OPC pour autant que pas plus de 10 % des actifs nets d'un compartiment quelconque ne soient investis en parts ou actions d'OPCVM ou d'autres OPC ou encore d'un seul OPCVM ou d'un seul autre OPC.

⁷⁶ Ainsi que les titres émis par la Caisse d'amortissement de la dette sociale instituée à l'article 1er de l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996.

- [1051] Les investissements sous-jacents détenus par les OPCVM ou les autres OPC dans lesquels la société investit ne sont pas pris en compte pour le calcul des restrictions d'investissement.
- [1052] Sont interdits les métaux précieux, biens meubles et immeubles et les ventes à découvert.
- [1053] Le fonds prévoit une commission de gestion de 0,625 % tout comme des frais de gestion 0,25 % par an.
- [1054] Il est important de noter que lorsque la société de gestion estime qu'un événement important s'est produit entre la clôture des marchés sur lesquels un compartiment investit et le calcul de la valeur nette d'inventaire et que cet événement a un impact important sur la valeur du portefeuille du compartiment visé ou si elle considère que, **même en l'absence d'un événement important**, les prix déterminés conformément aux principes d'évaluation exposés ci-avant ne sont plus représentatifs en raison de la volatilité du marché par exemple, **elle peut demander à l'Agent administratif d'ajuster la valeur nette d'inventaire par action afin de refléter la juste valeur estimée du portefeuille au point d'évaluation.**
- [1055] **On est a lors en droit de se demander quelle valeur accorder à la valorisation d'un tel fonds.**

Réponse de l'organisme : *§ 1055 : On peut également se demander quelle valeur la mission accorde à des auditeurs, en l'occurrence ici des commissaires aux comptes.*

Observation de la mission : *La caisse fait sans doute, entre autres, allusion à la faillite d'ENRON et de divers fonds parfois importantes dont les comptes étaient dument certifiés par un commissaire aux comptes pour mettre le doigt sur le caractère parfois faillible de la certification des comptes. L'observation de la mission, qui ne souhaite pas rentrer dans ce débat porte uniquement sur la qualité de la valorisation faite par l'agent administratif.*

2.1.4.2. L'utilisation des produits dérivés

- [1056] Le compartiment peut investir dans des instruments financiers dérivés tels que des futures, des contrats à terme (y compris des *non-deliverable, forwards*), des swaps, des options et des *credit default swaps*, ainsi que dans d'autres *produits structurés*.
- [1057] Le compartiment entend employer ces instruments financiers dérivés **dans le but notamment d'améliorer sa performance**, mais également à des fins de couverture, pour tirer parti d'une fiscalité particulièrement avantageuse et chaque **fois que le Conseiller en investissement estimera** que le fait d'investir dans de tels instruments sert les objectifs de placement du compartiment.

2.1.5. ING L RENTA EM.MKT.DEBT LC I C (LU0555022697)

- [1058] Ce fonds ouvert luxembourgeois a vocation à investir sur des titres de dette de pays émergents. La gestion est assurée par ING ASSET MANAGEMENT.

2.1.5.1. Objectifs et univers d'investissement.

- [1059] Le but de ce fonds est d'investir sur des titres de dette aussi bien de long terme que de court terme, des **produits dérivés** et des dépôts. **Le fonds doit présenter une exposition d'au moins deux tiers aux devises des marchés émergents** d'Amérique latine, Asie, d'Europe ou d'Afrique. *In fine*, l'objectif est de « *battre sur plusieurs années l'indice* » JP Morgan ELM I Plus.

[1060] L'univers d'investissement -marqué par le recours au produits dérivés et l'exposition voulue au risque de change- est comparable à celui des autres fonds ayant le même profil : « **The market risk associated to the bonds used to reach investment objectives is considered as high.** Those instruments are impacted by various factors, of which, without being exhaustive, the development of the financial market, as well as the economic development of issuers who are themselves affected by the general world economic situation, as well as economic and political conditions prevailing in each country. Expected credit risk underlying investments in emerging market bonds is higher than investments in corporate issues located in developed market. . Moreover, **the currency exposure** may impact highly the Sub-Fund's performance. Investments in specific theme area are more concentrated than investments in various themes. No guarantee is provided as to the recovery of the initial investment. The risk associated with the **financial derivative instruments** is detailed in this prospectus Part III, Chapter II: Risk linked to the investment universe: details. The global exposure of this Sub-Fund is determined using the VaR method. »

[1061] L'univers d'investissement ne respecte donc pas l'esprit du décret de 2002 : « *The Sub-Fund may be **exposed to various exchange rate risks** linked to investments in securities denominated in currencies other than that of the Sub-Fund or in derivative instruments with underlying exchange rates or currencies. The Sub-Fund may invest directly, up to 25 % of its net assets, in securities traded on the **Russian markets.*** »

2.1.5.2. Dérivés

[1062] L'utilisation des produits dérivés n'est pas réservée à la couverture des risques: « *The Sub-Fund may have recourse to financial derivative instruments for hedging purposes, for efficient portfolio management and/or as part of the investment strategy of the Sub-Fund. The Sub-Fund may therefore invest in all derivative financial instruments authorised by Luxembourg law* ».

2.1.5.3. Risque de change

[1063] **L'exposition au risque de change est l'un des objets du fonds** : « *The Sub-Fund may be exposed to various exchange rate risks linked to investments in securities denominated in currencies other than that of the Sub-Fund or in derivative instruments with underlying exchange rates or currencies.* »

2.1.6. Baring Hong Kong China Fund A Eur (IE0004866889)

[1064] Ce fonds ouvert de droit irlandais géré par BARINGS INTERNATIONAL FUND MANAGERS a été acquis au cours de l'année 2012. Sa valorisation n'entre ainsi pas en compte dans les tableaux (à fin 2011) présentés dans la présente annexe.

Réponse de l'organisme :

§ 1064 : Le fonds BARING HONG KONG (IE0004866889) est détenu par le compartiment AI du fonds PHARMA SELECTION et a été acquis par celui-ci antérieurement à 2012.

Observation de la mission :

Par conséquent, l'EDP transmis par la caisse est erroné car il ne fait aucune mention de ce fonds. Ce constat est à mettre en regard de la capacité de la caisse, et en particulier de son système d'information, de suivre ses placements.

2.1.6.1. Objectif et univers d'investissement

[1065] L'objectif de gestion du compartiment est la « *recherche de plus-value en capital sur le long terme* ».

- [1066] Le compartiment du fonds souscrit par la CAVP compte réaliser son objectif d'investissement en plaçant au moins 70 % de son actif total dans des actions et des titres de participation de sociétés constituées à **Hong-Kong ou en Chine**, ou qui y exercent la majeure partie de leur activité. **L'objectif d'investir hors OCDE est de fait clairement affiché.**
- [1067] Le règlement du fonds ne mentionne pas le pourcentage minimum d'investissement, direct ou indirect, des actifs d'un compartiment dans la classe d'actifs correspondant à son objectif de gestion et à sa stratégie d'investissement ou dans un panier spécifique d'instruments.
- [1068] Si la stratégie d'investissement d'un compartiment stipule qu'un certain pourcentage doit être investi dans un certain type ou dans une certaine gamme d'actifs, cette stipulation n'est pas applicable dans certaines conditions de marché exceptionnelles et est soumise à des exigences de liquidité ou de couverture du risque de marché dans le cadre de l'émission, de la conversion ou du rachat de parts.
- [1069] De manière plus spécifique, afin de réaliser l'objectif d'investissement, les placements peuvent être effectués dans d'autres valeurs mobilières que celles dans lesquelles le compartiment investit normalement, afin d'atténuer son exposition au risque de marché. Par exemple, pendant les périodes concernées, le compartiment peut investir dans des liquidités, des dépôts, des bons du Trésor et des instruments du marché monétaire à court terme, comme indiqué par renvoi dans les Directives sur les OPCVM

2.1.6.2. L'utilisation de produits dérivés

- [1070] Le compartiment du fonds souscrit par la caisse se réserve le droit de recourir à des instruments financiers dérivés à des fins de **placement ou d'optimisation du portefeuille.**

2.2. *Les fonds monétaires*

2.2.1. **LBPAM EON 6-12 MOIS I FCP 5DEC (FR0010750984)**

- [1071] Ce fonds ouvert dont la gestion est conduite par La Banque Postale Asset Management

2.2.1.1. Objectif et univers d'investissement

- [1072] L'objectif de gestion est de réaliser, une performance supérieure à celle de l'EONIA, sur la période de placement recommandée, nette des frais de gestion réels de chacune des catégories de parts du FCP, tout en préservant le capital du FCP.
- [1073] Le FCP est essentiellement investi en titres de créance et instruments du marché monétaire internationaux (titres à taux fixe, taux variable, taux révisable ou indexés) négociés sur un marché réglementé d'un pays membre de l'OCDE et libellés dans la devise d'un de ces pays.
- [1074] Ces titres sont soit des emprunts gouvernementaux, soit des émissions du secteur privé, sans répartition prédéfinie entre dette publique et dette privée. Il est précisé qu'il n'y a aucun investissement en titrisations ou en titres subordonnés.
- [1075] L'univers géographique d'investissement est exclusivement celui des titres émis par des sociétés ayant leur siège social dans un pays membre de l'OCDE, de la Communauté européenne ou de l'Association européenne de libre-échange ou émis par un Etat appartenant aux zones géographiques précitées et majoritairement celui des titres émis par des sociétés ayant leur siège dans l'un des Etats de la zone Euro ou émis par un Etat de la zone euro.
- [1076] Le FCP peut investir dans des titres libellés dans une devise d'un pays membre de l'OCDE autre que l'Euro. Le risque de change doit être systématiquement couvert.

- [1077] Dans la limite de 10 % de l'actif net, le FCP peut également investir en parts ou actions d'OPCVM français ou européens conformes à la directive 2009/65/CEE du 13 juillet 2009 et répondant aux critères de la classification AMF "monétaire". Le FCP se réserve la possibilité d'acquérir des parts ou actions d'OPCVM gérés par LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT ou une société liée.
- [1078] Les frais de gestion s'élèvent à 0,5 %. Une commission de mouvement est prévue ainsi qu'une commission de surperformance de 20 %.

2.2.1.2. Dérivés

- [1079] Les instruments financiers dérivés peuvent être utilisés afin de mettre en œuvre des stratégies de couverture auxquelles le FCP a recours dans le cadre de sa stratégie d'investissement (futures et options de taux ou sur indices de taux sur marchés réglementés, organisés français et/ou étrangers, ou de gré à gré et swaps de taux de gré à gré à des fins de couverture ou d'exposition: ces instruments seront utilisés notamment afin de couvrir le risque de taux sur le portefeuille ou sur un ou plusieurs titres).
- [1080] La mise en œuvre de ces stratégies dépend du contexte des marchés financiers et de la valeur des actifs en portefeuille, et a pour but de couvrir le portefeuille contre des risques financiers et de l'exposer.
- [1081] La limite de l'engagement sur l'ensemble de ces marchés est de 100 % de l'actif net du FCP.

2.2.2. PALATINE MOMA B FCP 3DEC (FR0010611335)

- [1082] Ce fonds ouvert a vocation à investir sur les marchés monétaires. La gestion est assurée par PALATINE ASSET MANAGEMENT.
- [1083] Ce fonds cherche à obtenir une performance égale à l'EONIA, indice représentatif du taux monétaire de la zone euro, après prise en compte des frais courants.
- [1084] Son univers d'investissement est composé de titres de créance et d'instruments du marché monétaire (certificats de dépôt, billets de trésorerie) dont l'échéance maximale est de 397 jours et présentant une « haute qualité de crédit ».
- [1085] Cette dernière notion est par ailleurs définie : « Un instrument du marché monétaire n'est pas de haute qualité de crédit s'il ne détient pas au moins l'une des deux meilleures notations court terme déterminée par chacune des agences de notation reconnues qui ont noté l'instrument. » Si l'instrument n'est pas noté, la société de gestion détermine une qualité équivalente grâce à un processus interne.
- [1086] Le fonds ne s'autorise pas à utiliser des produits dérivés ni à avoir recours à des mises en pensions.
- [1087] Le risque de change est absent de l'univers d'investissement.

Annexe 10 : Immobilier

[1088] Les actifs immobiliers hors siège sont affectés au régime complémentaire par capitalisation.

1. LE PATRIMOINE IMMOBILIER COMPOSE A 60 % D'IMMEUBLES DE BUREAUX ESSENTIELLEMENT SITUES DANS LE QUARTIER CENTRAL DES AFFAIRES A PARIS

1.1. *Le patrimoine immobilier de la caisse est composé à 60 % d'immeubles de bureau*

[1089] Le patrimoine immobilier est réparti entre des immeubles de bureau pour 60 % de la surface et pour 40 % en immeubles d'habitation. Cette répartition évolue peu pendant la période sous revue.

Tableau 100 : Patrimoine immobilier CAVP (m²)

	Bureau	Habitation	Total
Total	36 261	23 711	59 973
%	60 %	40 %	

Source : Données CAVP.

Tableau 101 : Détail du patrimoine immobilier (m²)

Immobilier de bureau	Surface totale	Immobilier habitation	Surface totale
Immeuble MARBEUF	11 606		
Immeuble IENA	2 473		
Immeuble MONTALIVET	5 194		
Immeuble MALESHERBES	4 573		
Immeuble ANJOU	4 624		
Immeuble CAUMARTIN	471		
Immeuble SAINT HONORE	2 545		
Immeuble NANTERRE	1 031		
Sous total	32 517	Immeuble SAINT HONORE	298
		Immeuble CHAMPS ELYSEES	782
		Immeuble BOURG LA REINE	7 690
		Immeuble CLICHY	1 360
		Immeuble MONS EN BAROEUIL	13 581
Immeuble CHAMPS ELYSEES	3 744	Sous total	23 413
Total	36 261		23 711

Source : CAVP.

1.2. Le patrimoine est ancien et a peu évolué pendant la période sous revue

[1090] Le patrimoine immobilier de la caisse est composé de 11 immeubles (dont deux comportent à la fois des bureaux et des locaux d'habitation) et d'une forêt comme indiqué au tableau ci-dessous

Tableau 102 : Patrimoine immobilier immeubles de bureau

	2006-2010	2011
Immeuble MARBEUF	11606,00 m ²	11606,00 m ²
Immeuble IENA	2473,00 m ²	2473,00 m ²
Immeuble MONTALIVET	5194,00 m ²	5194,00 m ²
Immeuble MALESHERBES	4573,00 m ²	4573,00 m ²
Immeuble ANJOU	4624,00 m ²	4624,00 m ²
Immeuble CAUMARTIN	471,00 m ²	471,00 m ²
Immeuble SAINT HONORE	2545,00 m ²	2545,00 m ²
Immeuble NANTERRE	1031,00 m ²	
Immeuble CHAMPS ELYSEES	3744,00 m ²	3744,00 m ²
Total	36261,00 m ²	35230,00 m ²

Source : CAVP.

Tableau 103 : Patrimoine immobilier immeubles d'habitation

	Nombre de lot
Immeuble CHAMPS ELYSEES	6
Immeuble SAINT HONORE	2
Immeuble BOURG LA REINE	100
Immeuble CLICHY	24
Immeuble MONS EN BAROEUIL	143
Total	275

Source : CAVP.

[1091] Il est composé d'acquisitions anciennes la dernière ayant été faite au début des années 90. Deux cessions ont été réalisées en 2007 (un immeuble à Poissy) et en 2011 (un plateau de bureaux dans une tour à Nanterre). En 2012 a été acquis en immeuble en vente en état futur d'achèvement (VEFA) à Paris. Il n'apparaît pas dans les comptes pendant la période sous revue.

[1092] Les forêts ne figurent pas dans les actifs dont la détention est autorisée par l'article R 923-3 du code de la sécurité sociale. Ce point est connu à la fois de la tutelle et du conseil d'administration. Celui-ci manifeste un attachement fort à cet actif, attachement qualifié par les interlocuteurs de la mission de « sentimental » en raison de l'importance qu'il avait pour un ancien président.

[1093] Sous réserve des propositions qu'elle pourra être amené à faire dans le cadre de son rapport de synthèse la mission ne peut que recommander que la caisse se mette en conformité avec la réglementation.

Recommandation n°64 : En l'absence d'une évolution de la réglementation céder la forêt que détient la caisse.

[1094] Elle estime toutefois que cet actif représentant une valeur comptable de 0,9 M€ et une valeur vénale de 4,1 M€ et ne représente pas un risque significatif, au regard d'autres actifs bien plus risqués détenus par la caisse; dès lors il ne faudrait pas que ce sujet serve de point de fixation et détourne la caisse et la tutelle de traiter les points de faiblesse nettement plus importants relevés par ailleurs.

1.3. La gestion de ces immeubles est effectuée pour partie en direct, elle est pour partie déléguée.

Tableau 104 : Répartition du patrimoine entre gestion directe et gestion déléguée

	Bureau		Habitation		Total	
Gestion directe	32 517	90 %	298	1 %	32 816	55 %
Gestion déléguée	3 744	10 %	23 413	99 %	27 157	45 %
Total	36 261	100 %	23 711	100 %	59 973	100 %
	60 %		40 %			100 %

Source : CAVP.

[1095] La gestion est assurée par le service immobilier qui comporte trois personnes et dont le responsable de formation technique (ESTP) a une forte expérience dans le domaine. Le service immobilier n'a pas dans ses attributions la forêt qui est directement suivie par la direction générale. Tant qu'il est détenu cet actif devrait relever d'un traitement ordinaire des services administratifs de la caisse et être rattaché au service immobilier

Recommandation n°65 : Rattacher la gestion de la forêt au service immobilier.

[1096] La gestion directe est simple en matière de loyers mais elle génère une activité croissante et significative de passation et d'exécutions de marchés publics.

Tableau 105 : Marchés 2008-2011

	2008	2009	2010	2011
Marchés attribués	5	10	44	38
dont AO		1		1
dont MAPA	5	9	44	37
Marchés en exécution au 31/12	34	34	29	17

Source : CAVP

[1097] Par ailleurs il n'apparaît pas dans les documents fournis à la mission que soit présenté aux instances délibérantes une analyse des risques potentiels liés à ces locations de bureaux : concentration éventuelle des risques, capacité de renégociation des loyers ...). Or ces risques existent comme le montrent les extraits du conseil du 1^{er} avril 2010 cités *infra*.

2. LA CAISSE NA PAS FORMELLEMENT DEFINI UNE POLITIQUE IMMOBILIERE

2.1. *Le conseil est correctement informé des actions menées il n'a pourtant pas pendant la période sous revue validé de politique formalisée*

[1098] Des orientations ont été décrites lors des entretiens menés par la mission. Il ne s'agit toutefois pas d'une politique formalisée et validée par le conseil d'administration.

[1099] Celui-ci est correctement informé de l'évolution de ce patrimoine sous réserve des observations faites ci-dessous sur le rendement et il est saisi à la fois des projets de cessions et d'acquisitions. Toutefois pendant la période sous revue il peut être fait état d'éléments de politique générale sous forme d'information à la suite de la discussion d'une opération particulière.

[1100] Ainsi lors du conseil du 29/11/07 à la question d'une administratrice qui demande si la caisse envisage de faire des achats immobiliers « puisque l'immobilier doit représenter un certain pourcentage de nos actifs » le président répond « nous cherchons d'abord des opportunités pour vendre l'immeuble Marbeuf (..) *Nous recherchons toujours des immeubles à acheter dans de bonnes conditions mais l'immobilier est cher et notre réactivité est relativement limitée. Il y a peu de très bonnes affaires et si toutefois il y en a elles se font immédiatement. L'organisation de notre service immobilier fait que nous avons toujours souhaité avoir plutôt des immeubles sur Paris qu'en province. Les difficultés que nous avons aujourd'hui à trouver des immeubles dans le triangle d'or de la capitale font que nous nous orientons vers des zones un peu extérieures. Des propositions nous sont faites de ventes en état d'achèvement que nous regardons avec beaucoup d'attention* »

2.2. *La nécessité de dégager des plus-values conduit depuis 2010 la caisse à souhaiter réaliser ses plus-values latentes sans qu'une politique formalisée ait été présentée au conseil*

[1101] Lors du conseil du conseil du 1/4/2010 le directeur ajoute à la suite du vote d'une proposition de décision sur une autorisation de cessions « *dans les mois qui viennent nous allons devoir proposer une politique de gestion immobilière parce que nous sommes en situation de risque en raison d'une diversification insuffisante. Le patrimoine est concentré sur Paris QCA et un seul immeuble totalise 20 % des surfaces. De plus, nos immeubles sont en majorité occupés par un locataire unique. Nous devons par ailleurs gérer les contraintes environnementales introduites par le Grenelle I et le Grenelle II [...]. Enfin le marché de l'investissement va être impacté par la directive Solvency II [...] en immobilier, pour 100 euros investis, ils [les assureurs] devront allouer 25 euros de fonds propres. De ce fait, les assureurs commencent à vendre des immeubles* ».

[1102] Le rapport d'activité 2011 décrit la création d'une SCI pour l'immeuble avenue des Champs Elysée en indiquant que « *l'opération est inscrite dans une démarche de prise de bénéfice destinée à financer la revalorisation des capitaux et des pensions du régime de retraite complémentaire des pharmaciens au titre de l'année 2011* ».

[1103] Cette politique est en train d'évoluer du fait de la nécessité de dégager des plus-values pour financer les distributions.

[1104] Lors du bureau exécutif du 24/11/2011 il est indiqué que « dans le cadre de sa recherche de diversification *de ses investissements immobiliers* » la caisse a investi dans deux fonds immobiliers un investi dans des centres commerciaux en Allemagne, l'autre dans un fonds commun de capital risque. Son objet est d'investir dans l'achat d'hôtels en France et éventuellement en Allemagne pour un rendement escompté « *entre 12 et 15 %* ».

[1105] Mais surtout le compte rendu montre clairement que la caisse est en réalité poussée par la nécessité de nourrir le compte d'exploitation par des plus-values « *« Il y a même une [raison de vendre] supplémentaire c'est qu'il va nous falloir, chaque année, alimenter notre compte de résultat, et donc placer les régimes en situation de revaloriser les pensions et les capitaux sans le concours des actifs des valeurs mobilières traditionnelles qui, d'une part, sont faiblement rémunératrices en taux d'intérêt et d'autres part, vous avez pu constater en regardant le portefeuille titre que nous avons plutôt des moins values »*. La perspective d'une « dépréciation » à l'avenir « *parce que l'immeuble « n'est pas au niveau des normes environnementales »* ». conduit la caisse qui estime la valeur de l'immeuble à 120-125 M€ selon que le loyer estimé (qui n'est pas précisé) correspond à un rendement de 5 ou 5,2 % fixe un nouveau de prix minimum à 110 M€. Le compte rendu précise ce qui confirme la réelle motivation de la vente « *On estime en 2012 la valeur nette comptable à environs 30 millions d'euros, ce qui donne un niveau de plus-values non négligeables. C'est plus de la moitié du résultat qui est nécessaire pour financer un niveau de revalorisation convenable »*.

[1106] Une intervention du directeur adjoint au bureau exécutif du 9/2/2012 indique clairement cette orientation « *le patrimoine immobilier, à l'exception du siège, étant détenu par le régime de capitalisation, les plus-values générées par Nanterre et Champs Elysées sont versées au compte de résultat vu précédemment. Il ajoute qu'il faudra inévitablement faire un arbitrage immobilier en 2012 pour « moissonner » une partie de la plus value latente du portefeuille. Les coupons ne génèrent que 80 millions d'euros de revenus dont une partie n'est pas forcément mobilisable chaque année puisqu'elle est logée dans des fonds de portage qui ne distribuent pas de revenus pour des raisons fiscales. C'est donc un rendement que nous avons l'assurance de percevoir mais sur la durée. Devant distribuer 150 à 160 millions, nous ne pouvons plus compter sur les plus-values de cession du portefeuille titres de valeur mobilières trop peu importantes. Les assureurs arbitrent leurs immeubles tous les cinq à dix ans. Nous n'avons pas la capacité aujourd'hui de nous priver de l'abondement représenté par les plus-values de cession immobilières*».

[1107] Cet objectif peut être atteint par des cessions ou par la constatation comptable des plus-values en transférant les immeubles détenus à des SCI. Dans le second cas les plus-values ne sont que comptables et ne génèrent pas de flux financiers ; la caisse conserve, par contre, indirectement, la propriété du bien.

[1108] Par ailleurs le conseil d'administration a donné mandat au directeur de mettre en vente l'immeuble Marbeuf pour une valeur minimale de 110 M€, ce qui correspondrait à la réalisation d'une plus value latente de 79 M€.

[1109] La caisse fait état de deux « lignes stratégiques » fixées par le conseil c'est à dire :

- La diversification des actifs en termes de typologie, de secteur géographique
- L'adaptation aux règles actuelles et à venir en termes de consommation énergétique et de qualité environnementale.

[1110] Ces orientations ne constituent pourtant pas une politique définissant la nature de la diversification et ce qui en est attendu et une réelle politique avec des objectifs et un phasage. On peut craindre que ce large canevas serve surtout à justifier des désinvestissements nécessaires pour réaliser les plus-values.

Recommandation n°66 : Définir une politique formalisée de placement immobilier validée par le conseil d'administration.

[1111] Par ailleurs les plus-values latentes représentent au 31/12/2011 un montant de 269 M€. Si on fait l'hypothèse d'un besoin de distribution annuel de 160 M€, d'un montant de coupons de 80 M€ dont la caisse ne récupérerait que la part relative aux obligations détenues en direct (40 % de la poche taux hors OPCVM monétaires au 31/12) soit 32 M€ et de loyers de 9 M€⁷⁷ en l'absence de plus-values de cessions le montant du besoin annuel serait de 128 M€. **Les plus-values latentes sur l'immobilier permettraient de couvrir ce besoin pendant deux ans.**

3. L'IMMEUBLE MARBEUF A TRES SENSIBLEMENT REDUIT LA RENTABILITE DE L'IMMOBILIER DE BUREAU

3.1. Il est évalué à 471 M€ au 31/12/2011

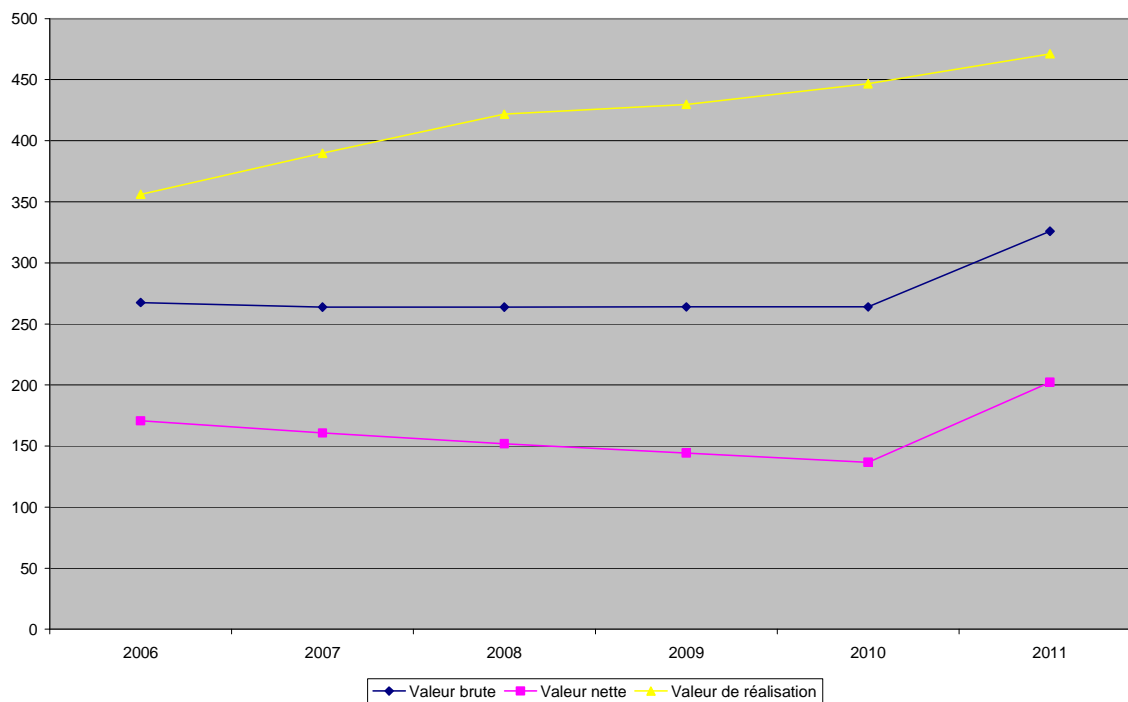
Tableau 106 : Placements immobiliers (millions d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur brute	268	264	264	264	264	326
Valeur nette	171	161	152	144	137	202
Valeur de réalisation	356	390	422	430	447	471

Source : Etats détaillés CAVP.

[1112] L'augmentation en 2011 de la valeur brute et de la valeur nette n'est pas due à des acquisitions mais à la vente d'un immeuble à une SCI dont les parts sont détenues par la caisse qui a permis de faire apparaître les plus-values.

Graphique 69 : Evolution des valeurs brutes nette et de réalisation des placements immobiliers



Source : Etats détaillés CAVP.

⁷⁷ Produits exploitation 25 M€ (2011) – Charges exploitation 14 (2011) – impôts 2 (2010 pour tenir compte effet cession 2011)

[1113] Les immeubles d'exploitation sont constitués d'une partie de l'immeuble du siège acquis en 1987. **La valeur de réalisation du siège est inférieure à sa valeur brute ce que la caisse n'a pas vraiment expliqué, si ce n'est en ce référant au fait qu'il a été acquis « en 1987 à une époque où le marché immobilier atteignait des valeurs élevées ».**

[1114] L'objet de la mission n'était pas de revoir les modes de calcul de la valeur de marché et de contre-expertiser les expertises. Elle engage toutefois le bureau du conseil d'administration et le CA à demander à la direction les explications claires qu'elle n'a pu obtenir.

Tableau 107 : Immeuble d'exploitation (millions d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valeur brute	25,3	25,3	25,3	25,4	26,2	26,3
Valeur nette	15,9	15,3	14,6	14,1	14,2	13,5
Valeur de réalisation	21,0	21,0	21,0	21,0	21,1	22,0

Source : Etats détaillés CAVP.

3.2. L'évaluation des valeurs de réalisation est marquée par des évolutions peu compréhensibles au regard des évaluations faites

[1115] Depuis 2008 la CAVP a fait progressivement expertiser tous son immobilier de sorte que les valeurs vénales sont au 31/12 fondée sur une expertise révisée à cette date, à l'exception de la forêt dont l'expertise date de 2009.

Tableau 108 : Evolution des valeurs de réalisation par année (K€)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	100 2006	Variation %
MARBEUF	83 230	137 000	110 000	110 000	110 000	120 000	144	+44 %
CHAMPS ELYSEES	43 110	43 110	60 550	76 400	77 200	82 150	191	+91 %
MONTALIVET	42 380	42 380	58 000	54 000	58 500	61 250	145	+45 %
ANJOU	47 760	47 760	52 000	48 500	52 500	52 000	109	+9 %
MALESHERBES	32 940	32 940	43 000	42 100	42 850	42 750	130	+30 %
SAINT HONORE	23 000	23 000	29 000	29 200	32 000	32 800	143	+43 %
IENA	19 970	19 970	25 500	24 600	26 500	27 400	137	+37 %
BOURG-LA-REINE	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	24 150	134	+34 %
SIEGE	21 000	21 000	21 000	21 000	21 100	22 000	105	+5 %
MONS-EN-BAROEUL	14 650	14 650	14 650	13 500	13 700	14 300	98	-2 %
CLICHY	3 000	3 000	3 000	3 000	5 900	5 900	197	-3 %
CAUMARTIN	5 000	5 000	5 000	5 000	4 100	4 400	88	-12 %
FORET	1 300	1 300	1 300	4 120	4 120	4 120	317	+17 %
NANTERRE	1 700	1 700	1 700	1 380	1 420	1 420	84	-16 %
POISSY	20 000	24 171						

Source : Etats détaillés fournis par la CAVP.

[1116] Les sources de valorisation sont décrites au tableau n° 8 infra.

Tableau 109 : Base évaluations de marché

Immeuble	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MARBEUF	Avis CBRE mars 2004 rendement à 6 %	Avis Malaquin octobre 2007			Expertise Reag 31/12/2010	Expertise actualisée Reag 31/12/2011
CHAMPS ELYSEES	Avis CBRE mars 2004 Tx et frais déduits		Estimation CAVP capitalisation des revenus à 6 %	Expertise DTZ Eurexi 31/12/2009	Expertise actualisée DTZ Eurexi 31/12/2010	Expertise DTZ Eurexi septembre 2011
MONTALIVET	Avis CBRE mars 2004 hypothèse basse		Expertise AtisReal 31/12/2008	Expertise actualisée BNP Paribas 31/12/2009	Expertise actualisée BNP Paribas 31/12/2010	Expertise actualisée BNP Paribas 31/12/2011
ANJOU						Expertise DTZ Eurexi 31/12/2011
MALESHERBES						Expertise actualisée BNP Paribas 31/12/2011
SAINT HONORE						
IENA	Avis CBRE mars 2004 rendement à 6 %	Avis CBRE mars 2004 hypothèse basse				
BOURG-LA-REINE	Estimation Atis Real mars 2005					Expertise DTZ Eurexi 31/12/2011
SIEGE	Expertise Amadeus Genivalor novembre 2006				Expertise Reag 31/12/2010	Expertise actualisée Reag 31/12/2011
MONS-EN-BAROEUL	Estimation AtisReal mars 2005			Expertise DTZ Eurexi 31/12/2009	Expertise actualisée DTZ Eurexi 31/12/2010	Expertise actualisée DTZ Eurexi 31/12/2011
CLICHY	Estimation AtisReal mars 2005				Expertise Reag 31/12/2010	Expertise actualisée Reag 31/12/2011
CAUMARTIN	Expertise Amadeus Genivalor novembre 2006				Expertise Reag 31/12/2010	
GRANDE FORET DU JURA	Actif non expertisé			Expertise ONF 31/12/2009		
NANTERRE	Avis CBRE mars 2004 hypothèse basse			Expertise DTZ Eurexi 31/12/2009	Expertise actualisée DTZ Eurexi 31/12/2010	
POISSY	Estimation AtisReal novembre 2006					

Source : Etats détaillés fournis par la CAVP.

- [1117] La valeur de l'immeuble Marbeuf passe entre 2007 et 2008 de 137 à 110 M€ sur la base de la même estimation. Interrogée sur cette évolution la caisse a répondu « *Sur la valeur de l'immeuble "Marbeuf", celle-ci avait été actualisée par nos soins, à la baisse entre 2007 et 2008 pour tenir compte des dégradations du marché et notamment des fortes inquiétudes qui pesaient sur les marchés financiers* ». Une demande de clarification ayant été faite il a été répondu de manière plus claire que Malaquin avait évalué l'immeuble en 2007 à 137 M€ mais que lors d'un appel d'offres en vue d'une cession en juin/juillet 2008, une offre sans garantie financière avait été faite à 155M€ mais que deux offres sérieuses avaient été faites à 110 M ce qui avait conduit à retenir ce chiffre
- [1118] La valeur de réalisation du siège est stable entre 2006 et 2010 et un peu réévaluée en 2011 la réévaluation est bien inférieure à celle des autres immeubles en dépit de son excellent emplacement.
- [1119] Interrogée sur la baisse de la valeur de réalisation de Caumartin la caisse a répondu « *si l'emplacement de cet ensemble immobilier est, en effet excellent, l'expertise tient compte également de la conjoncture immobilière et des rendements attendus par les investisseurs* », réponse insatisfaisante car elle fait état de facteurs généraux qui n'expliquent pas une évolution spécifique.

3.3. *Les taux de vacances présentés au CA ne sont pas calculés de manière homogène entre immeubles de bureau et d'habitation*

- [1120] Pour les immeubles de bureau le taux de vacances est calculé sur la base de la surface et pour ceux d'habitation sur la base du nombre de lots. Cette dernière mesure est moins pertinente, car la taille des lots peut être très différente et car cela ne facilite pas la comparaison avec l'immobilier de bureau et il est recommandé de l'abandonner au profit de la surface, donnée que la caisse a fournie à la mission.

Recommandation n°67 : Calculer le taux de vacance sur la base des surfaces pour les immeubles d'habitation.

Tableau 110 : Taux de vacances au 31/12

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Taux de vacances bureaux commerce activité % surfaces	32,8 %	26,0 %	27,3 %	27,3 %	5,6 %	1,9 %
Taux de vacance habitation % lots	5,4 %	4,7 %	2,5 %	4,4 %	1,4 %	3,6 %
Taux de vacance habitation % surface	6,1 %	4,7 %	2,1 %	4,2 %	1,3 %	3,6 %

Source : CAVP.

Graphique 70 : Taux de vacance au 31/12



Source : CAVP.

3.4. *Le taux de vacance du patrimoine immobilier de bureau de la caisse n'atteint qu'en 2011 un niveau comparable à celui du marché.*

[1121] L'immeuble Marbeuf a nécessité d'importants travaux dans des conditions que la caisse a décrit comme difficiles, à la fois du fait des caractéristiques propres de l'immeuble et donc du chantier, mais aussi du choix initial d'un marché à dont l'exécution a été particulièrement difficile.

Tableau 111 : Détail du taux de vacances immeubles bureau CAVP

	2006	2007	2008	2009	2010	31/12/2011
Bureaux commerce activité	32,8 %	26,0 %	27,3 %	27,3 %	5,6 %	1,9 %
Marbeuf	81,3 %	81,3 %	81,3 %	81,3 %	16,1 %	4,5 %
Malesherbes	17,7 %		9,9 %	9,9 %		
Saint Honoré				6,0 %		6,0 %
Champs Elysées	53,4 %					

Source : CAVP.

[1122] De ce fait le taux de vacances est de manière prolongée très supérieur à celui du marché.

Tableau 112 : Evolution comparée du taux de vacances au 31/12

taux de vacances	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Paris QCA		4,7 %	3,40 %	4,10 %	6,50 %	5,25 %	4,7 %
Ile de France	5,60 %	5,20 %	5 %	5,60 %	7,40 %	7 %	7,2 %
CAVP		32,50 %	25,80 %	27,21 %	27,21 %	5,40 %	1,89 %

Source : CAVP rapports d'activité.

3.5. Déficitaires l'immeuble Marbeuf dégrade sensiblement les résultats de l'immobilier

[1123] L'immeuble est constamment déficitaires dans la période car il n'est pas ou pas assez occupé et fait l'objet de travaux. Une tentative de vente initiée en 2007 n'a pas abouti.

Tableau 113 : Résultat net immobilier (hors forêt et immeuble siège)

K€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ⁷⁸
Résultat net immobilier	4 574	-426	3 613	5 958	6 654	6 908	8 768
dont Marbeuf	-3 308	-2 878	-683	-1 074	-1 373	-1 621	-199
dont hors Marbeuf	7 882	2 452	4 296	7 032	8 027	8 529	8 969

Source : Exploitation IGAS CAVP rapport d'activité.

[1124] **Calculé en rapportant le résultat net à la valeur vénale moyenne (somme fin et début d'année divisée par deux) le rendement de l'immobilier s'établit entre 1 et 1,6 % par an.**

Tableau 114 : Rendement de l'immobilier (hors forêt et immeuble siège)

K€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
résultat net immobilier	4 574	-426	3 613	5 958	6 654	6 908	8 778
valeur vénale 31/12		354 740	388 510	420 400	425 680	442 670	493 220
valeur vénale moyenne			371 625	404 455	423 040	434 175	467 945
Rendement comptable			1,0 %	1,5 %	1,6 %	1,6 %	1,9 %

Source : Exploitation IGAS rapport d'activité.

[1125] **Si on neutralise l'immeuble Marbeuf le rendement comptable s'établit entre 1,6 % et 2,6 %.**

Tableau 115 : Rendement de l'immobilier hors Marbeuf

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Résultat hors Marbeuf	7 882	2 452	4 296	7 032	8 027	8 529	8 977
Valeur vénale hors Marbeuf	0	271 510	251 510	310 400	315 680	332 670	373 220
Valeur vénale hors Marbeuf moyenne			261 510	280 955	313 040	324 175	352 945
Rendement comptable hors Marbeuf			1,6 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

⁷⁸ Hors impact cession immeuble pour avoir des données homogènes

[1126] On notera que les données figurant dans le rapport d'activité ne comportent ni les calculs hors Marbeuf, ni des chroniques, la comparaison avec les références est présentée dans le texte mais non mise en évidence. La lisibilité de l'information apportée pourrait être sensiblement améliorée.

Recommandation n°68 : Améliorer la lisibilité du rapport d'activité en matière d'immobilier.

3.6. Il est présenté dans le rapport d'activité un calcul de TRI qui est en réalité un indicateur du niveau des plus-values latentes

[1127] Ce calcul n'est pas fait par le service immobilier mais par le chargé d'affaires financières. Ses résultats sont en fait déterminés par les plus-values latentes. En effet l'attention de la mission a été attirée par le fait que la performance de l'immeuble Marbeuf demeure élevée quand on la calcule avec cet indicateur alors qu'il connaît des pertes. Cela est dû au mode de calcul du TRI c'est-à-dire le taux qui annule la somme algébrique des flux actualisés en intégrant comme flux de l'année de calcul la vente de l'immeuble à sa valeur estimée.

Tableau 116 : TRI immobilier au 31/12

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TRI	ND	ND	6,33 %	6,34 %	6,39 %	6,34 %	7,19 %
dont Marbeuf			9,30 %	8,65 %	8,40 %	8,17 %	8,23 %

Source : Exploitation IGAS rapports d'activité.

[1128] L'analyse de la fiscalité de l'immeuble Marbeuf a conduit à réaliser des économies au titre de la taxe foncière et de la taxe additionnelle sur les bureaux en Ile de France de 305 K€. Un audit de la fiscalité de l'ensemble du patrimoine a conduit à des réclamations de la CAVP auprès de l'administration fiscale.

Tableau 117 : Impact de l'audit fiscal

	Trop versé récupérable	Economie annuelle
Taxe foncière	250-400	100-125
Taxe additionnelle sur les bureaux IdF	60	20
Total	310-460	120-145

Source : CAVP.

Annexe 11 : Gouvernance

- [1129] La présente annexe analyse la gouvernance de la CAVP en matière de placements mobiliers. Elle se fonde sur la lecture des procès verbaux des conseils d'administration et du bureau exécutif, ainsi que sur les entretiens menés.
- [1130] La caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens est administrée :
- par un conseil d'administration, composé de 43 membres titulaires et 43 membres suppléants élus dans les conditions prévues à l'article 4 des statuts ;
 - par un bureau exécutif composé de 12 membres, constitué conformément à l'article 9 des statuts
- [1131] Le conseil d'administration est composé de :
- 1 titulaire et 1 suppléant élus par les pharmaciens de la section E de l'ordre ;
 - 2 titulaires et 2 suppléants élus par les pharmaciens de la section G de l'ordre ;
 - 3 titulaires et 3 suppléants élus par les pharmaciens bénéficiaires des allocations de vieillesse servies par la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens ;
 - 11 titulaires et 11 suppléants élus par le conseil national de l'ordre des pharmaciens parmi lesquels 2 titulaires et 2 suppléants représentent les allocataires et 2 titulaires et 2 suppléants représentent les pharmaciens de la section G ;
 - 26 titulaires et 26 suppléants élus par les pharmaciens des autres sections de l'ordre des pharmaciens, pour autant qu'ils soient affiliés à la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens, et par les pharmaciens cotisants volontaires.
- [1132] Le bureau exécutif est composé :
- d'un président ;
 - de deux vice-présidents ;
 - d'un secrétaire général ;
 - d'un secrétaire général adjoint ;
 - d'un trésorier ;
 - d'un trésorier adjoint ;
 - de cinq autres membres du conseil d'administration dont au moins un représentant des allocataires.
- [1133] Il se réunit sur convocation du président et au moins quatre fois par an. Les membres du bureau exécutif sont élus selon les modalités définies par le règlement des élections au bureau exécutif et dans les commissions, tel qu'il est établi par le conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.
- [1134] Il est chargé :
- de régler les questions urgentes dans l'intervalle des sessions du conseil d'administration ;
 - de donner son avis sur la politique générale de placement des actifs proposée par la direction de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens, en application de l'article R. 623-10-4 du code de la sécurité sociale.

[1135] Les décisions prises par le bureau exécutif font l'objet d'un rapport à la séance suivante du conseil d'administration.

[1136] Il a été clairement indiqué au cours du premier entretien par le directeur de la caisse que, « compte tenu de la taille du conseil d'administration », celui-ci ne joue pas un rôle décisionnel s'agissant des placements ; et que le bureau exécutif est, dans ce domaine « l'instance de décision ». Si les investigations corroborent cette opinion s'agissant du conseil d'administration, elles montrent que le bureau exécutif est, lui aussi, une instance de validation, et que la direction de la caisse est l'instance décisionnelle en matière de placements avec un contrôle très limité des instances élues.

1. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION EST INFORME MAIS EST ESSENTIELLEMENT UNE INSTANCE DE VALIDATION EN MATIERE DE PLACEMENTS FINANCIERS

[1137] Le conseil d'administration se réunit trois fois par an (avec parfois des réunions durant plusieurs jours qui peuvent faire l'objet d'un compte rendu par journée⁷⁹), au printemps, à l'été et en fin d'année.

[1138] Outre son rôle de surveillance de la mise en œuvre de la politique de placement, comme de l'ensemble des politiques, il se prononce sur l'allocation stratégique des actifs et sur les orientations de la politique de placement chaque année.

1.1. L'allocation stratégique très large et peu précise en 2006 a été précisée en 2009 et n'a depuis pas été respectée ce dont le conseil a été informé

[1139] L'allocation stratégique d'actif est révisée de manière triennale, les personnes rencontrées, voire certains documents, se réfèrent à une obligation posée par la réglementation c'est-à-dire le décret de 2002, alors qu'en réalité cette périodicité est une décision interne. Elle a été fixée par la caisse en 2003, 2006, 2008 (ASV) et 2009.

Réponse de l'organisme : § 1139 : *Les documents auxquels font référence les personnes rencontrées par la mission sont le règlement financier (article 4). Cette référence a été mentionnée à la mission par mail le 19 juin 2012 (voir pièce jointe n°8).*

Observation de la mission : *Certes, il n'en demeure pas moins que dans certains documents et lors certains entretiens, il a été fait référence à une obligation « réglementaire ».*

1.1.1. L'allocation stratégique de 2006 est très peu précise

[1140] Au conseil d'administration du 23/11/2006 l'allocation stratégique du régime complémentaire est présentée (mais non jointe au compte rendu) par le directeur « L'analyse recommande une allocation stratégique en actions comprise en répartition entre 50 % et 60 % et en capitalisation de 20 % ». Il n'est pas fait référence aux placements monétaires ni à l'immobilier. Il n'est pas indiqué si cette allocation est en valeur de marché ou en valeur comptable.

[1141] Cette présentation fait l'objet d'une remarque « Le président PARROT trouve qu'il manque à cette étude une analyse fonctionnelle en fonction du risque prudentiel ainsi qu'une indication du pourcentage qui pourrait être exposé à un risque ». Le compte rendu ne fait pas état d'une réponse à cette observation.

⁷⁹ C'est le cas lorsque le conseil est renouvelé par exemple ou lors de la réunion de juin décentralisée qui a lieu sur une période de trois jours vendredi, samedi, dimanche.

[1142] Au conseil du 20/3/2007 est présentée l'allocation stratégique du régime invalidité décès en référence à une étude (non jointe au compte rendu) qui « préconise une allocation en actions autour de 45 à 50 % et pour la partie obligataire, sous forme d'OPCVM ou en direct, un objectif de *duration* de l'ordre de 9 ans, ce qui correspond à la *duration* moyenne du passif ». Elle est votée sans observations à l'unanimité. Cette part action apparaît élevée au regard de la nature du risque invalidité décès qui est plutôt un risque court par rapport à la retraite.

[1143] Il n'a pas été fait d'allocation stratégique pour le régime ASV en l'attente de sa réforme mais il a été indiqué au conseil lors de sa séance du 20/6/2008 que le faible portefeuille (18 M€) avait été uniquement investi en produits monétaires « *soit une stratégie de sécurisation* ».

1.1.2. L'allocation stratégique du régime ASV de 2008 plus détaillée ne comporte pas de marge pour une allocation tactique

[1144] Pour le régime ASV l'allocation stratégique est définie en 2008 de manière beaucoup plus précise

Tableau 118 : Allocation stratégique régime ASV 2008

Actifs de taux		50 %	
	Monétaire	5 %	Fond de roulement pour gérer le paiement des prestations
	Obligations taux fixe	30 %	
	Obligations indexées inflation	15 %	Zone euro voire hors zone euro avec limite d'exposition au risque de change
Actions		50 %	
	Zone euro	25 %	
	Internationales	25 %	Couvertes à 50 % contre le risque de change

Source : Comptes rendus des conseils d'administration.

[1145] On notera que cette allocation accepte une exposition au risque de change.

[1146] Fixée en 2008 cette allocation aurait dû, en application des règles propres à la caisse être revue en 2011. Le conseil du 31/3/2011 a approuvé un report à 2012 pour harmoniser avec les autres régimes.

1.1.3. L'allocation stratégique de 2009 des régimes complémentaires laisse une large marge de manœuvre à l'allocation tactique fixée chaque année

[1147] Cette allocation est plus précise que celle de 2006 car elle va au-delà de la catégorisation actions/ obligations. Elle laisse toutefois une marge tactique extrêmement large (cf. infra). Il est prévu une allocation provisoire pour 2009 ce qui rend plus grande encore la marge de manœuvre laissée à l'allocation tactique.

[1148] La proposition fait l'objet d'une question de M. PARROT qui demande s'il ne serait pas intéressant de réorienter les investissements en actions vers des valeurs de rendement. Il lui est répondu que le rendement des actions s'est amélioré depuis mars, étant alors précisé que les obligations ont rapporté plus que les actions sur 10 ans.

1.1.3.1. Régime complémentaire volet obligatoire géré en répartition

[1149] Les allocations stratégiques du régime complémentaire par répartition ont été définies en 2006 puis de manière plus précise en 2009. L'allocation stratégique 2009 laisse une grande marge à l'allocation tactique. Ainsi la poche obligataire peut varier entre 10 % et 90 % du portefeuille, la « sous poche » des obligations gouvernementales à taux fixe entre 0 et 40 %.

[1150] Le contenu de l'allocation fait une moindre part au monétaire mais introduit la gestion alternative et accroît la part obligataire. On notera que l'introduction de la gestion alternative se fait de manière peu visible, voire non compréhensible par les administrateurs. L'allocation stratégique de 2006 prévoyait une cible de 15 % pour les placements monétaires et ne mentionnait pas de gestion alternative.

Tableau 119 : Allocations stratégiques du volet par répartition du régime complémentaire

RCR	2006	2009		
		Minimum	Cible	Maximum
Monétaire (2006) monétaire et gestion alternative (2009)	15 %	0 %	10 %	15 %
Obligations gouvernementales taux fixe	30 %	0 %	15 %	40 %
Obligations gouvernementales taux indexé sur l'inflation		0 %	5 %	10 %
Obligations entreprise		10 %	20 %	30 %
Actions	55 %	35 %	50 %	65 %

Source : Comptes rendus des conseils d'administration.

[1151] En effet le compte rendu du CA indique qu'il est proposé de « réduire la part des placements monétaires dynamiques et de la gestion alternative » et de la fixer à 10 % en cible. **Cette rédaction n'indique pas que l'on va introduire de la gestion alternative. Par ailleurs inclure dans la même poche des placements monétaires pratiquement sans risques et de la gestion alternative qui peut en comporter beaucoup n'a aucun sens. On ne peut en déduire que l'introduction de la gestion alternative ait été réellement discutée de sorte que ce choix soit validé dans de bonnes conditions. Les produits et modes de gestion correspondants offrent un couple rendement/risque déséquilibré et des modes de gestion complexes qui en font des actifs très particuliers et générateurs de risques. Des explications au conseil auraient dû être données, faute qu'elles aient été demandées et il devrait y avoir des traces de débats.**

1.1.3.2. Régime complémentaire par capitalisation

[1152] Un constat comparable peut être fait pour le régime complémentaire par capitalisation.

Tableau 120 : Allocations stratégiques du volet par capitalisation du régime complémentaire

RCC	2006	2008 constaté	2009		
			Minimum	Cible	Maximum
Monétaire et gestion alternative	5 %	19 %	0 %	5 %	10 %
Obligations mixtes à taux fixe en direct	65 %	15 %	40 %	50 %	60 %
Obligations sous forme d'OPC		42 %	0 %	10 %	20 %
Obligations gouvernementales taux indexé sur l'inflation		1 %	0 %	5 %	10 %
Action	20 %	14 %	15 %	20 %	25 %
Immobilier	10 %	9 %		5 %	10 %

Source : Comptes rendus des conseils d'administration.

1.1.3.3. Régime invalidité décès

[1153] L'allocation stratégique laisse, là aussi, une grande marge de manœuvre, puisque la part obligataire globale peut varier entre 30 % et 70 % du portefeuille. L'introduction des obligations « *high yield* » et dettes émergentes pour lesquelles il n'est pas fixé de limites spécifiques mais est proposé une « gestion opportuniste » laisse encore plus de marge à l'allocation tactique.

[1154] Par rapport à 2006 l'allocation 2009 réduit la part action et augmente d'autant la part obligataire.

Tableau 121 : Allocations stratégiques de régime invalidité décès

Invalidité décès	2006	2009		
		minimum	cible	maximum
Monétaire	15 %	10 %	15 %	30 %
Obligations zone euros yc indexées inflation	40 %	30 %	45 %	60 %
Obligations internationales couvertes Contre le risque de change		0 %	5 %	10 %
Obligations " <i>high yield</i> " et dette émergente		gestion opportuniste		gestion opportuniste
Actions zone euro	45 %	20 %	17,50 %	50 %
Actions internationales couvertes à 50 % contre risque de change		20 %	17,50 %	
Actions petites capitalisations		gestion opportuniste		

Source : Comptes rendus des conseils d'administration.

1.1.4. Le conseil a été informé que cette allocation n'a pas été respectée pendant plusieurs exercices et a donné son accord.

[1155] Lors du conseil de décembre 2008 il est demandé au conseil d'autoriser « de dépasser les limites d'action de plus ou moins 10 % entre l'allocation tactique et l'allocation stratégique ». Le conseil est informé que le régime ID ne respecte pas ces limites depuis juin 2008 (au 31/10/2008 26 % d'actions pour une limite basse de 35 %) et des dépassements de la section répartition du régime complémentaire (31 % contre 45 %) et du régime ASV (4 % contre 40 %). La partie facultative du régime complémentaire est elle dans les limites (13 % contre 10 %).

[1156] Lors du conseil d décembre 2009 il est demandé la même dérogation pour l'exercice 2010. Cette dérogation est confirmée lors du conseil de juin 2010 il est demandé de pouvoir réduire de plus de 10 % la part des actions des portefeuilles c'est-à-dire à « gérer les portefeuilles de manière plus prudente que ne l'autoriserait le règlement financier ». A cette date le portefeuille du RCR comporte 38 % d'actions pour un minimum autorisé de 40 %.

[1157] Toutefois ce type d'information ponctuelle n'est pas à la hauteur des durées de non respect des l'allocation que la mission a analysées par ailleurs ; il serait plus pertinent de fournir au conseil une chronique du respect (ou non) des marges permettant un suivi dans le temps.

1.2. Les orientations de placement pour l'exercice

[1158] Les orientations sont présentées au conseil d'administration du printemps, c'est-à-dire une fois l'exercice entamée. Les documents remis à la mission ne retracent un vote formel de ce conseil que depuis l'exercice 2008. Dans aucune des années sous revue il n'est fait état d'une observation d'un membre du conseil sur ces orientations et les votes ont toujours lieu à l'unanimité.

- [1159] Les orientations présentées correspondent à l'allocation tactique prévue pendant l'année dans le cadre de l'allocation stratégique définie sur une base triennale. Elles font usage d'un vocabulaire qui nécessite une maîtrise de la gestion financière qui va au-delà de ce qu'on peut attendre d'un pharmacien, membre de conseil d'administration, ne disposant pas d'une formation financière de base. Elles sont présentées dans des termes qui ne permettent pas une réelle compréhension par un non spécialiste.

2006 « Une diversification sur un ou plusieurs fonds « long/short equity stratégie alternative caractérisée par un biais long sera également étudiée pour réduire l'exposition directionnelle du portefeuille en cas de retournement des marchés »

- [1160] Elles comportent des éléments qui traduisent la possibilité de risques significatifs dont il n'est pas sur que le conseil mesure la réelle portée.

2007 « Les stratégies d'exposition positive à la volatilité des actifs financiers, sensées (sic) amortir une éventuelle correction des marchés, seront également utilisées dans le cadre de la gestion tactique des portefeuilles »

2008 idem + « de nouvelles solutions seront étudiées pour tirer bénéfice de la forte volatilité des actions (fonds de « reverse convertible »)

2007 « Les nouvelles allocations [de trésorerie] seront effectuées auprès de gestionnaires ayant démontré une réelle performance dans la gestion des différents moteurs de performance utilisés (stratégie de gestion alternative, titrisation de créances, dérivés de crédit ...)

2008 « Pour améliorer le rendement [...] une convention de prêt de titres pourra être régularisée avec le dépositaire des portefeuilles. Cette prestation pourra donner lieu à l'externalisation des opérations comptables »

- [1161] Elles laissent une très large marge de manœuvre au bureau exécutif et à la direction en application des marges laissées à l'allocation tactique par l'allocation stratégique. L'utilisation de ces marges n'est pas orientée par la politique annuelle.

- [1162] Entre 2007 et 2010 il est fait état d'une convergence vers l'allocation stratégique, sans que le degré de cette convergence, c'est-à-dire l'écart entre la cible et la réalité, soit précisément défini. Les formules utilisées comparables avec celle donnée pour 2009 qui figure à l'encadré ci-dessous sont particulièrement vagues « ajustements successifs selon un calendrier établi en fonction du contexte macro-économique et de l'évolution des marchés ». La convergence a selon les orientations pour 2011 été réalisée en 2010.

2009 « La réallocation des capitaux sera opérée par ajustements successifs selon un calendrier établi en fonction du contexte macro-économique et de l'évolution des marchés [...] ». La périodicité de re-balancement des actifs détenus en excédent des pondérations recommandées n'est pas explicitement fixée.

- [1163] S'y ajoute en plus la possibilité de s'écarter des marges ouvertes à l'allocation tactique

2007/2008/ « L'exposition par classe d'actifs pourra, ponctuellement (notamment à la suite d'opérations portant sur des lignes importantes [...]) s'écarter de l'allocation stratégique sans que cette situation soit motivée par une décision d'allocation tactique ».

- [1164] Elle traduit une politique financière dont le rendement à long terme n'est pas la préoccupation majeure faisant appel à des actifs qui ne seraient, sans ambiguïté, pas admissibles s'ils étaient directement détenus par la caisse.

2006 La CAVP « privilégiera une sur-pondération tactique des placements actions en **pariant** notamment [...] sur un rattrapage des marchés américains »

2011 « *La CAVP poursuivra en 2011 ses investissements en OPCVM dits de « performance absolue [...] il s'agit par exemple de stratégies sur la volatilité sur les arbitrages d'actions, sur les fusions/acquisitions ».*

1.3. La commission de contrôle aurait pu être remplacée par un comité d'audit

- [1165] Les statuts antérieurs de la caisse prévoyaient l'existence d'une commission de contrôle qui a été supprimée dans le cadre d'un mouvement général lié aux évolutions du contrôle interne.
- [1166] Cette commission effectuait un contrôle en général limité et ne portant en pratique pas sur les placements et qui n'apparaissent plus appropriés. Sa suppression n'appelle pas d'observations au sens où elle ne modifie pas le niveau de contrôle.
- [1167] S'agissant des placements on peut par contre regretter que la responsabilité de contrôle ait été transférée au bureau exécutif (modification du règlement financier votée le 18/6/2010), en effet celui-ci est directement impliqué dans la gestion. Il aurait pu être envisagé que soit créée une formation du conseil sous forme d'un comité d'audit ayant spécifiquement en charge le contrôle interne.

Recommandation n°69 : Mettre en place un comité d'audit au sein du conseil d'administration⁸⁰.

1.4. Les points traités pendant les conseils montrent une information de celui-ci mais celle-ci demeure perfectible

- [1168] La mission a lu les comptes rendus des conseils d'administration et effectué un relevé des points traités relatifs aux placements financiers.
- [1169] A l'ensemble des conseils il est rendu compte des travaux de la section permanente (devenue bureau exécutif) qui portent notamment sur ces points, il est présenté un point sur les actifs financiers avec des données sur leur composition et leur performances et il est rendu compte des principales opérations menées soit pendant l'année antérieure soit depuis le dernier conseil.
- [1170] Lors de la première réunion du conseil sont présentés le rapport d'activité, les travaux de l'auditeur externe mandaté sur les comptes et les comptes. Le rapport d'activité en particulier présente des données sur la gestion des placements.
- [1171] A la suite de la crise financière de fin 2007 les informations apportées au conseil ont été accrues, par exemple sur le rendement avec l'apparition de la notion de taux de rendement interne en 2008.
- [1172] Il lui est présenté une information complète sur la situation financière de la caisse et des données sur la situation des placements. La partie questions financières du conseil d'administration comprend de manière systématique :
- une présentation de l'évolution des marchés financiers ;
 - la performance du portefeuille depuis le dernier *reporting* ;
 - les principales opérations réalisées depuis le dernier *reporting* ;
 - un tableau de rendement interne depuis le début de l'exercice avec l'évolution des principaux indicateurs de marché mais sans comparaison directe (depuis 2008) ;
 - la décomposition des portefeuilles cantonnés en valeur d'acquisition et valeur de marché ;
 - le portefeuille consolidé selon la classification du décret de 2002.

⁸⁰ Ce comité pourrait aussi avoir en charge les rémunérations

- l'information sur le portefeuille titre donne la valeur des moins values latentes et il est indiqué que « les administrateurs ont pris connaissance des graphiques de performance des fonds » sans que ceux-ci soient joints aux comptes rendus fournis..

[1173] Cette partie fait l'objet d'un vote depuis le conseil d'administration du 18/6/2010. Auparavant le conseil se limitait à approuver le compte rendu de son activité qui comporte une partie liée aux placements.

[1174] Si le conseil est informé on peut s'interroger sur la lisibilité de cette information pour ses destinataires. Pour une grande partie de la période elle est donnée de manière brute sans comparaison avec des références. Par exemple, la comparaison de la performance des différentes poches d'actif avec des indices de référence n'est pas formellement présentée dans des tableaux et des graphiques. Sur ce point le conseil est moins bien informé que ceux d'autres caisses, ayant pourtant un patrimoine moins important, récemment contrôlées par l'IGAS.

[1175] Par ailleurs, le compte rendu des travaux montre que son rôle de supervision du conseil est la pratique limité il ne fait jamais pratiquement aucune observation (retracée dans les documents fournis) au sujet du compte rendu dont il est destinataire.

[1176] Sur la période il n'y a eu que deux réactions retracées de membres du conseil au rapport du directeur pour ce qui concerne la gestion des placements, en 2006 et 2007 puis aucune depuis lors.

29/3/2006 rapport du directeur « *Monsieur PARROT estime que c'est un très bon document et demande s'il ne serait pas possible d'y adjoindre une synthèse qui donnerait à la fois les tendances, les évolutions, les changements et les arbitrages réalisés, pour montrer l'évolution d'une année sur l'autre de la gestion financière* ». Le compte rendu ne fait pas état d'une réponse à cette demande.

20/3/2007 rapport du directeur « *Monsieur PARROT souhaite savoir si le flux financier généré par l'importance des réserves du régime complémentaire de classe 1 qui ont augmenté de 6 mois en un an et s'élèvent à 6ans et 5 moins, produit lui-même le trimestre supplémentaire qu'il faut prévoir dans le cadre de l'augmentation de la durée de vie. Il demande si maintenant la réserve du régime complémentaire classe 1 s'autofinance et s'il est nécessaire de faire toujours des versements à cette réserve* ». La réponse est « *qu'il n'y a pas d'affectation et que d'après nos simulations nous allons vers onze années de réserve. A partir de 2020-25 nous entamerons les réserves qui nous feront tenir jusqu'en 2055.* »

[1177] **Par ailleurs la notion de risque n'apparaît jamais le sujet étant uniquement traité sous l'angle de la performance financière.** Le conseil n'est pas en mesure d'avoir une évaluation du risque pris dans la gestion du portefeuille. **Pourtant lors du CA du 31/3/2011 et du 3/12/2011 les administrateurs approuvent à l'unanimité les opérations financières effectuées et « la politique de risque proposée » sur ce dernier point il est fait approuver aux administrateurs une politique de risque qui n'a nullement été définie.**

[1178] Au total le conseil d'administration est informé sur la politique de placement et sa mise en œuvre et il valide les décisions qui lui sont proposées dans ce domaine sans les discuter.

[1179] La difficulté à permettre au conseil d'administration de maîtriser les aspects techniques de la gestion des placements est un sujet qui n'est pas propre à la CAVP. Toutefois celle-ci ne peut se prévaloir de la taille de son conseil, qui est un choix qu'elle a fait (lors des réformes des statuts la DSS avait notamment suggéré d'en réduire la taille). De plus la mission constate que l'information qui lui est fournie est moins préparée et étayée sur des comparaisons que dans d'autres organismes de même nature récemment contrôlés par l'IGAS. En particulier les données sur le rendement ne sont pas étayées sur des comparaisons avec des indices de référence, le conseil n'est pas informé sur le niveau des risques ou la volatilité.

Recommandation n°70 : Rendre plus lisibles les données fournies au CA sur le rendement des placements notamment en fournissant des comparaisons avec des indices de référence globalement et par poche d'actifs

Recommandation n°71 : Informer le conseil sur la volatilité et le niveau de risque du portefeuille

[1180] De même la caisse n'a indiqué mener aucune action pour former les administrateurs à la gestion financière. Cela est fait par d'autres caisses contrôlées par l'IGAS et pourrait être envisagé par exemple lors de la réunion du conseil d'été qui a souvent lieu en province et sur plusieurs journées.

Recommandation n°72 : Evaluer le niveau de connaissance des administrateurs et les former

[1181] Compte tenu du volume des placements il pourrait être envisagé de faire entrer au conseil (et à son comité d'audit) un ou plusieurs administrateurs indépendants ayant des compétences actuarielles et financières.

Recommandation n°73 : Faire entrer au conseil des administrateurs indépendants ayant des compétences actuarielles et financières

2. LE BUREAU EXECUTIF N'A PAS UN ROLE PLUS IMPORTANT CONTRAIREMENT A CE QUI A ETE INDIQUE LORS DES ENTRETIENS

[1182] La mission a fait une revue des comptes rendus des bureaux exécutifs qui ne comportent pas les dossiers préparatoires joints. Elle a examiné le dossier joint au dernier bureau exécutif de 2011 pour prendre connaissance des éléments complémentaires fournis. Ce dossier est identique à celui fourni au conseil d'administration.

2.1. Le bureau se réunit cinq fois par an

[1183] Le nombre de réunions qui était de sept en 2006 est passé à cinq à partir de 2007, deux épisodes de crises majeurs pendant la période n'ont pas conduit à accroître leur nombre. Elles ont lieu en février, mars, juin, septembre et novembre.

Tableau 122 : Réunions du bureau exécutif

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dates	26/01/2006	23/01/2007	24/01/2008			
				03/02/2009	04/02/2010	10/02/2011
	16/03/2006	15/03/2007	20/03/2008	24/03/2009	18/03/2010	17/03/2011
	27/04/2006					
	09/06/2006	22/06/2007	20/06/2008	19/06/2009	18/06/2010	25/06/2011
	21/09/2006	20/09/2007	25/09/2008	24/09/2009	30/09/2010	29/09/2011
	19/10/2006					
	16/11/2006	22/11/2007	27/11/2008	26/11/2009	25/11/2010	24/11/2011
Nombre	7	5	5	5	5	5

Source : Exploitation comptes rendus du bureau exécutif.

[1184] La politique de placement pour l'année est présentée au premier et plus rarement au deuxième bureau de l'année.

2.2. Les points régulièrement abordés

[1185] Le tableau ci-dessous recense les points régulièrement présentés au bureau.

[1186] Les documents examinés ne montrent pas que le bureau soit sollicité sur le choix des gérants et des produits qu'ils proposent.

Tableau 123 : Points réguliers présentés au bureau exécutif

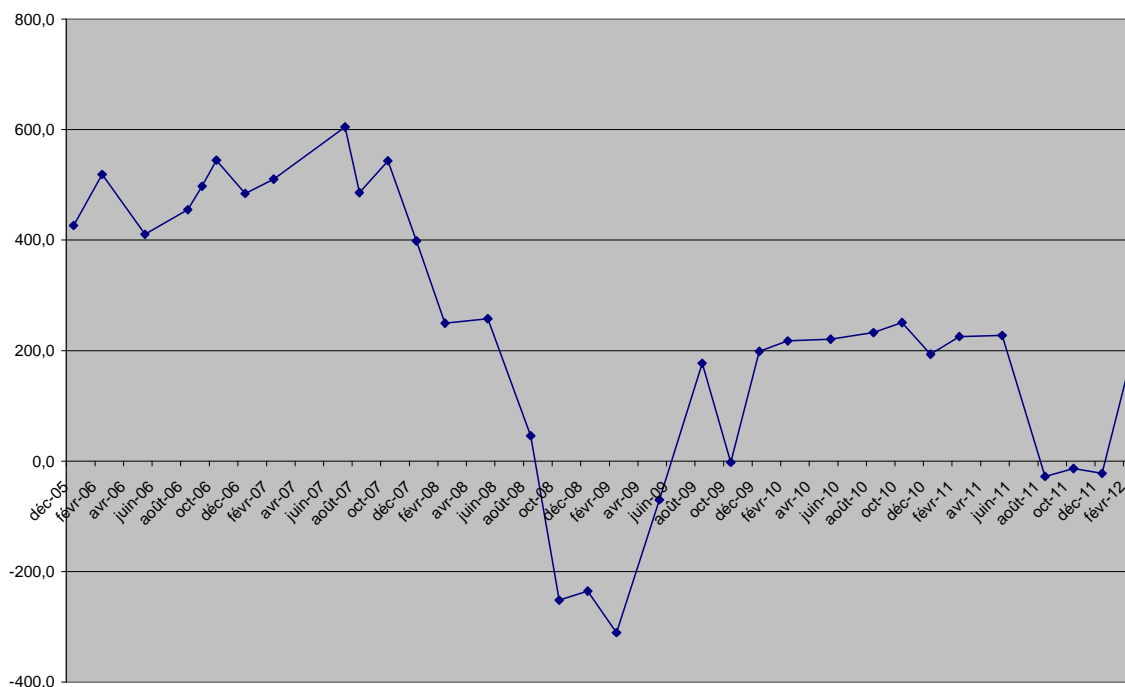
	Informations sur le portefeuille titre	Evolution des marchés financiers	Rendu compte activité placement	Structure portefeuille	Tableau décret 2002	Flux trésorerie prévisionnels	Performance	TRI
26/01/2006	X	X	X	X	X			
16/03/2006	X							
27/04/2006	X							
09/06/2006	X	X	X					
21/09/2006	X	X		X		X	X	
19/10/2006	X			X		X		
16/11/2006	X	X	X					
23/01/2007	X	X	X				X	
15/03/2007	X	X		X	X			
22/06/2007	X	X	X	X	X			
20/09/2007	X	X	X	X	X		X	
22/11/2007	X		X	X	X			
24/01/2008	X	X	X				X	
20/03/2008	X	X	X				X	
20/06/2008	X	X	X	X	X		X	X
25/09/2008	X	X	X	X	X		X	X
27/11/2008	X	X		X	X		X	X
03/02/2009	X	X	X	X	X		X	X
24/03/2009	X	X	X	X	X		X	X
19/06/2009	X	X	X	X	X		X	X
24/09/2009	X	X	X	X	X		X	X
26/11/2009	X	X	X	X	X		X	X
04/02/2010	X	X		X	X		X	X
18/03/2010	X							
18/06/2010	X	X	X	X	X		X	X
30/09/2010	X	X	X				X	
25/11/2010	X	X	X	X	X		X	X
10/02/2011	X	X	X	X	X		X	X
17/03/2011	X	X	X	X	X		X	X
25/06/2011	X	X	X	X	X		X	X
29/09/2011	X	X	X	X	X		X	X
24/11/2011	X	X	X	X	X		X	X

Source : Exploitation comptes rendus du bureau exécutif.

[1187] L'information sur le portefeuille titre consiste dans le montant de la plus value ou de la moins value globale, un relevé complet du portefeuille (document CACEIS), des données et graphiques de performance des principaux instruments sans référence à des indices. Lors du bureau exécutif de mars 2012 il a été décidé de ne fournir ces documents qu'une fois par an.

[1188] Le relevé des plus-values et moins values latente serait plus explicite s'il était intégré dans une série comme celle-ci-dessous établie à partir des documents fournis au bureau.

Graphique 71 : Evolution des plus-values et moins-values latentes hors immobilier (millions euros)



Source : Exploitation IGAS des chiffres figurant dans les comptes rendus de bureau.

- [1189] L'analyse de l'évolution des marchés financiers est une présentation globale de l'évolution pour l'année antérieure en début d'année depuis la dernière réunion pour les autres réunions.
- [1190] Le compte rendu de l'activité de placement liste les principales opérations effectuées.
- [1191] Des tableaux standardisés donnent la structure du portefeuille y compris par régime et sa ventilation selon les catégories réglementaires.
- [1192] Un paragraphe littéraire donne la performance des différentes « poches » pour la période suivie. Lors du premier bureau exécutif de l'année ces données portent sur l'exercice antérieur. Pour les autres bureaux sur la période entre deux bureaux. Depuis juin 2008 il est joint un tableau qui donne les taux de rendement interne.
- [1193] L'information fournie est volumineuse mais elle ne permet pas directement de relier ce qui est donné au suivi de la politique de placement. Les données ne sont pas mises en perspectives par rapport à des objectifs de gestion. La caisse gagnerait à faire un lien entre les *reporting* utilisés par la direction et des éléments de *reporting* fournis au bureau exécutif sur la base d'une adaptation aux besoins des administrateurs.

Recommandation n°74 : Mettre en place un reporting adapté aux besoins du bureau exécutif au-delà de la fourniture d'informations brutes.

- [1194] Cette information ne porte pas sur des caractéristiques de la gestion de ce portefeuille. Un tableau des éléments de *reporting* relatifs au fonctionnement comptable des FCP dédiés fournis en janvier 2006 n'est plus fourni par la suite. Il n'existe pas données sur les frais des différents gestionnaires.

Recommandation n°75 : Inclure dans le reporting fait au bureau des éléments sur les coûts de gestion des placements

2.3. Quelques sujets non réguliers ont aussi été traités

[1195] Ils sont retracés au tableau ci-dessous qui ne reprend pas les sujets relatifs à l'allocation stratégique d'actifs qui sont toujours présentés au bureau, souvent dans la partie relative aux régimes et non aux placements financiers.

Tableau 124 : Sujets abordés de manière non régulière

Sujet	Date
Certification des comptes des FCP dédiés	26/01/2006
Recours à un courtier supplémentaire ETF Pollak	16/03/2006
Consultant allocation stratégique	19/10/2006
Point sur les fonds dédiés	16/11/2006
Lancement d'un fonds dédié géré par Fundquest	24/01/2008
Lancement de plusieurs fonds monétaires dédiés opportunistes	24/01/2008
Propositions investissement pharmacie et cogedim	20/03/2008
Demande autorisation dépassement allocation tactique	27/11/2008
Régularisation d'investissements et de dépassement de l'allocation tactique	26/11/2009
Présentation d'un projet de fonds couverture risque des marchés	25/11/2010
Analyse expositions au risque pays	29/09/2011

Source : IGAS exploitation des comptes rendus des bureaux exécutifs

2.4. Depuis 2008 le bureau n'est plus saisi de demandes d'autorisation d'investissements

[1196] Avant 2008 le bureau est sollicité pour des autorisations d'opérations spécifiques de montants d'ailleurs très limités par rapport aux investissements de la caisse, ce qui n'était sans doute pas le plus pertinent. Depuis 2008 ce n'est plus le cas.

Tableau 125 : Liste opérations faisant l'objet d'une autorisation explicite du bureau

Opération	Date	Montant (M€)
Souscription dans le fonds action Orsay développement normalement non éligible	26/01/2006	ND
Spécialisation du fonds dédié SOGEHARMA sur les actions américaines	26/01/2006	ND
Investissement sur des fonds actions non benchmarkés	16/03/2006	ND
SICAV Vauban european opportunities	16/03/2006	10
FCP entrepreneurs	16/03/2006	
Investissement sur des fonds actions non benchmarkés	27/04/2006	
East Capital 4 fonds	27/04/2006	20
Metropole Gestion 6 fonds	27/04/2006	50
FCPR LCI croissance	27/04/2006	10
Talents	27/04/2006	10
LFP alternatif diversifié de la française des placements	27/04/2006	20
Participation au capital de la société OLETIS	22/06/2007	1
Fonds immobilier géré par le groupe caisse d'épargne	22/06/2007	10
Accord d'un investissement dans le « private equity »	20/06/2008	100

Source : Comptes rendus des bureaux exécutifs

2.5. *Le bureau exécutif entérine sans discussion les propositions qui lui sont faites et ne demande pas d'explications sur les actions mises en œuvre.*

- [1197] 32 réunions du bureau ont eu lieu entre 2006 et 2011, dans 28 (87,5 %) le compte rendu ne mentionne aucune intervention des administrateurs de quelque nature que ce soit. Pour quatre il y a une intervention et jamais sur des sujets généraux mais sur des points particuliers de l'ordre du jour.
- [1198] Cela est vrai lors des périodes les plus critiques. Lors de la réunion du 20/09/2007 dans laquelle il est rendu compte des mesures prises pendant la crise de l'été il est uniquement indiqué « *Après un large échange de vues, les membres de la section permanente décident de retirer les fonds de la CAVP investis dans les FCP gérés par la société ODDO* ». Il n'est formulé aucune critique sur le fait que les services de la caisse ne se soient pas aperçus que le gérant avait effectué au printemps 2007 « *une réallocation du portefeuille vers les titrisations* » alors que « *cet OPCVM n'était pas supposé détenir des positions significatives en matière de titrisations* ». Il n'est pas plus posé de question plus générale sur la politique de placement ou l'allocation stratégique qui la sous-tend.
- [1199] Les rares interventions ou cas où le bureau assortit sa validation des propositions d'un commentaire ne rassurent pas sur l'approche prise par le bureau dans laquelle le rendement prévaut largement sur le risque.
- [1200] Le 20 mars 2008 alors que le directeur indique que « *nous avons une dépréciation d'actifs de 120 millions d'euros sur le régime de capitalisation depuis le début de l'année* », un administrateur intervient pour dire qu'il « *qu'il est surtout très important d'avoir des valeurs dont le rendement progresse* » ce qui n'apparaît pas comme une maîtrise du lien entre risque et rendement. Il s'ensuit une discussion sur l'opportunité d'investir, à l'égard de ce qui a été fait en Hollande (sic), dans l'acquisition de fonds de pharmacie, d'une part, dans la société COGEDIM d'autre part qui apparaissent relativement déconnectée de la situation financière qui a plus que divisé par deux les plus-values latentes.
- [1201] Le 18/6/2010 après la présentation des actions menées par les services de la caisse « *Les membres du bureau exécutif valident les opérations financières réalisées et réitèrent la ligne stratégique de prudence à maintenir dans ces moments d'incertitude sur les marchés financiers* ». Lors de la même séance, après avoir accepté de présenter au conseil d'administration la possibilité de réduire une poche d'actifs au-delà de la marge de 10 % prévue autour de la cible fixée par l'allocation stratégique « *Les membres du bureau exécutif très conscients de la difficulté de gestion de nos actifs dans ces marchés financiers si chahutés encouragent l'administration à privilégier les actifs de rendement* ». Là encore il ne semble pas que la corrélation risque rendement soit même envisagée par les administrateurs.
- [1202] Cette absence de questions est curieuse dans la mesure où certains des développements faits n'apparaissent pas d'une clarté absolue, pour un non initié voire même pour un intervenant qualifié. On se limitera à quelques exemples pris en début et en fin de période
- [1203] En janvier 2006 s'agissant de la fusion absorption du fonds dédié ROBECO INSTITUTIONS ACTIONS INTERNATIONALES « *[...] le fonds absorbé géré à la manière d'un fonds indiciel (...) ne vérifie pas les critères de différenciations qui justifieraient son classement parmi les placements de diversification selon une approche « core-satellite »* » Pourtant cette opération n'était sans doute pas sans intérêt et aurait pu appeler des questions car elle conduit à une moins value de 1,4 M€ égale au désinvestissement net en valeur comptable
- [1204] En novembre 2006 il est fait état d'un fonds diversifié géré par CPR « *dont particularité est de jouer la volatilité de façon directionnelle* » On peut s'interroger sur la capacité des membres du bureau à définir ce que veut dire « *jouer la volatilité de façon directionnelle* », expression qui ne veut rien dire de précis sur le type d'actif pour lequel il va être recherché une rémunération liée à leur volatilité.

- [1205] En février 2011 les services indiquent « avoir initié des investissements libellés en dollars investis dans de la dette en devise locale émise par les pays émergent » ce type d'investissement qui fait courir à la caisse, en l'absence de couverture non mentionnée dans le document, un double risque de change monnaies locales/\$ et \$/€ aurait pu occasionner des questions sur cette prise de risque
- [1206] En mai 2011 les services indiquent « avoir légèrement renforcé le high yield avec un investissement de 10M€ dans un fonds géré par la société américaine Muzinich », « avoir renforcé (..) le fond géré par HSBD et investi sur des titres gouvernementaux afin de compléter une ligne espagnole ». On aurait pu demander si cela voulait dire que la caisse gérait comme du high yield des investissements dans des obligations d'Etat et donc acceptait sciemment de prendre un risque de défaut pour obtenir un meilleur rendement..
- [1207] Lors des entretiens le directeur de la caisse nous a indiqué que l'instance de décision est le bureau exécutif qui « se réunit 6 ou 7 fois par an », que celui-ci est composé de personnes qui sont compétentes car elles détiennent souvent elles même un portefeuille personnel. Il a aussi indiqué que la discussion porte surtout sur le niveau de risque.
- [1208] La mission ne peut se prononcer sur le niveau de compétence financière des administrateurs qu'elle n'a pas évaluée. Une telle évaluation serait d'ailleurs utile pour, vérifier que l'ensemble des administrateurs au moins du bureau exécutif maîtrisent les éléments financiers de base (ce que la profession de pharmacien ne garantit pas) et pour calibrer des actions de formation adaptées comme cela se fait dans d'autres organismes contrôlés par l'IGAS.

Recommandation n°76 : Evaluer les besoins de formation des administrateurs du bureau exécutif et y répondre.

- [1209] Elle constate, par contre, que l'examen des documents n'étaye pas le tableau dressé par le directeur de la caisse. Le bureau apparaît comme validant les propositions faites par la direction sans réelle discussion. Par ailleurs les rares discussions font apparaître une préoccupation pour le rendement et aucune information n'est fournie au bureau sur le risque associé.

Recommandation n°77 : Associer le bureau au choix des gérants et des fonds.

Recommandation n°78 : Inclure dans les documents fournis au bureau des données sur le risque.

Recommandation n°79 : Revoir les documents fournis dans la perspective de fournir des données conduisant à une réelle exploitation par les membres du bureau à des fins de contrôle et de suivi.

Recommandation n°80 : Inclure des éléments sur la gestion du portefeuille en particulier les coûts de gestion.

Annexe 12 : Exploitation des données d'opérations

- [1210] La mission a disposé d'une copie des tableaux Excel tenus par le service financier de la caisse dans lesquels sont enregistrés l'ensemble des opérations entre 2006 et 2011. Elle a collecté ces données et les a exploitées avec le logiciel d'audit IDEA®.
- [1211] Les données s'appuient sur la date d'opération et sur la valeur nette de celle-ci. Le montant est égal à la valeur absolue des achats et des ventes. Ainsi un aller et retour de 100 K€ générera au total deux mouvements de ce montant pour un total de 200 K€.

1. EXPLOITATION GLOBALE POUR LA PERIODE 2006-2011

1.1. Nombre d'opérations

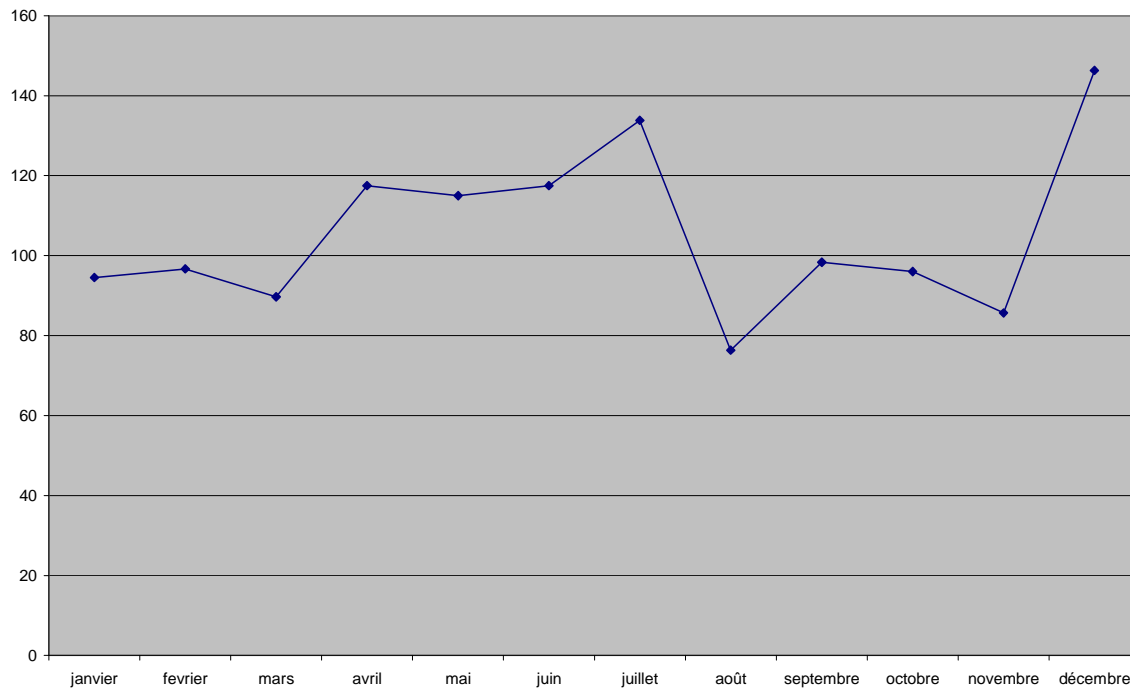
- [1212] La valeur moyenne du nombre d'opérations par jour (date d'opération) est de 4,7 et le nombre maximum de 53.
- [1213] Les dates d'opérations se répartissent comme suit selon les mois pour une moyenne de 106 par mois soit 5,3 par jour sur la base de 20 jours ouvrables.

Tableau 126 : Répartition par mois du nombre d'opérations (moyenne 2006-2011)

Mois	Nombre
Janvier	95
Février	97
Mars	90
Avril	118
Mai	115
Juin	118
Juillet	134
Août	76
Septembre	98
Octobre	96
Novembre	86
Décembre	146

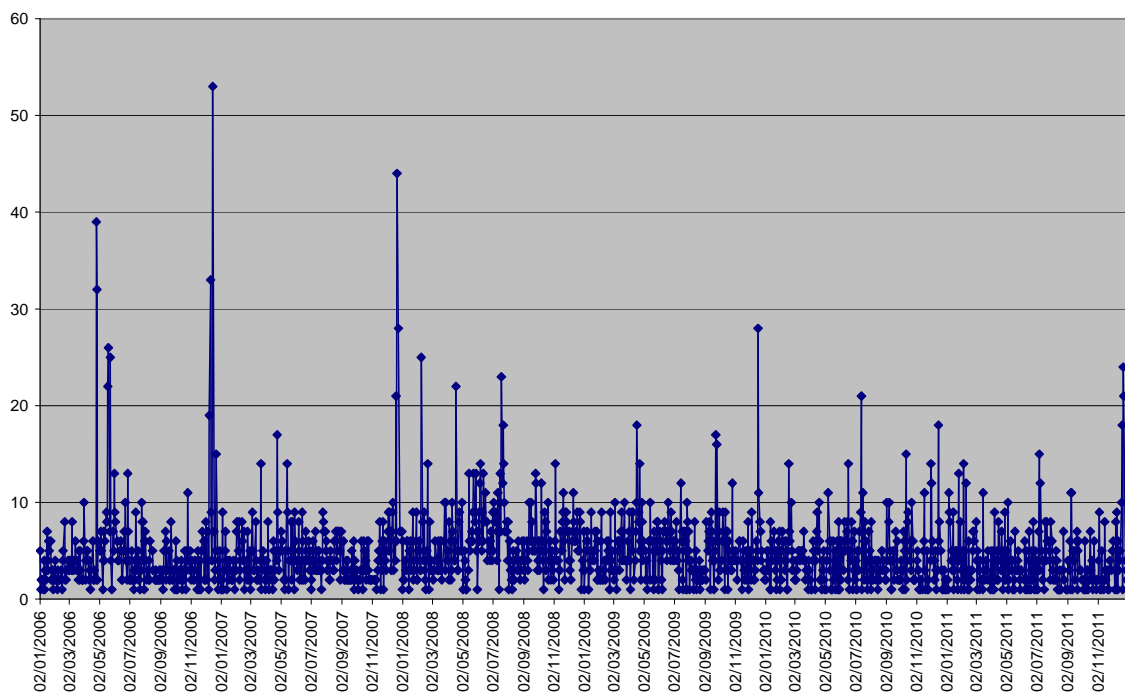
Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

Graphique 72 : Nombre d'opérations par mois (moyenne 2006-2011)



Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

Graphique 73 : Nombre d'opérations par jour

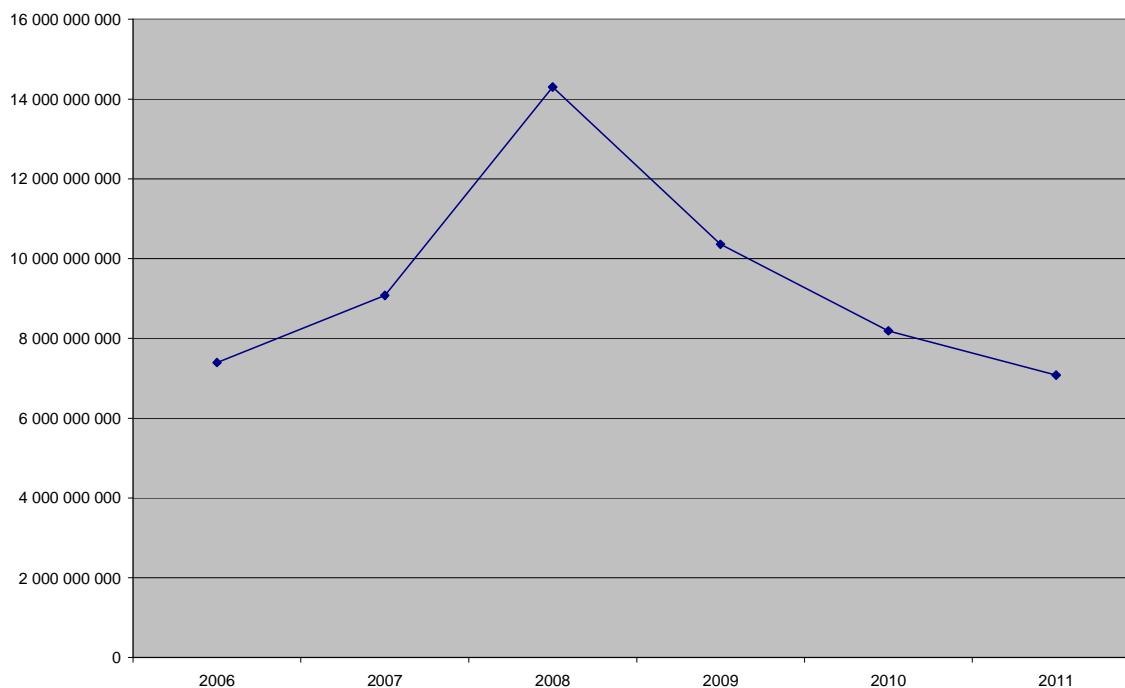


Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

1.2. Valeur des opérations

[1214] Le montant annuel des opérations faites augmente fortement en 2007 et 2008 et diminue depuis lors pour atteindre en 2010 le niveau de 2006.

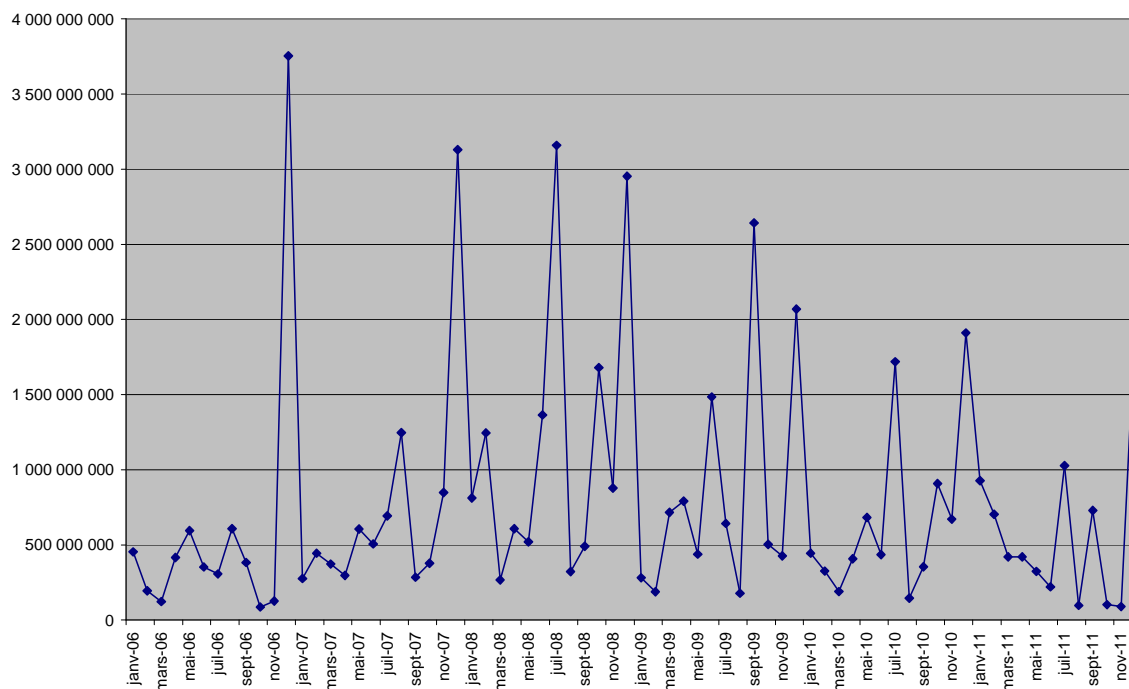
Graphique 74 : Montant annuel



Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

[1215] L'examen du nombre d'opérations par mois montre l'impact de la crise financière. Par rapport à un profil 2006, calme, avec des opérations réparties dans l'année de manière régulière et des allers retours en fin d'année, on constate un profil beaucoup plus contrasté pour le reste de la période.

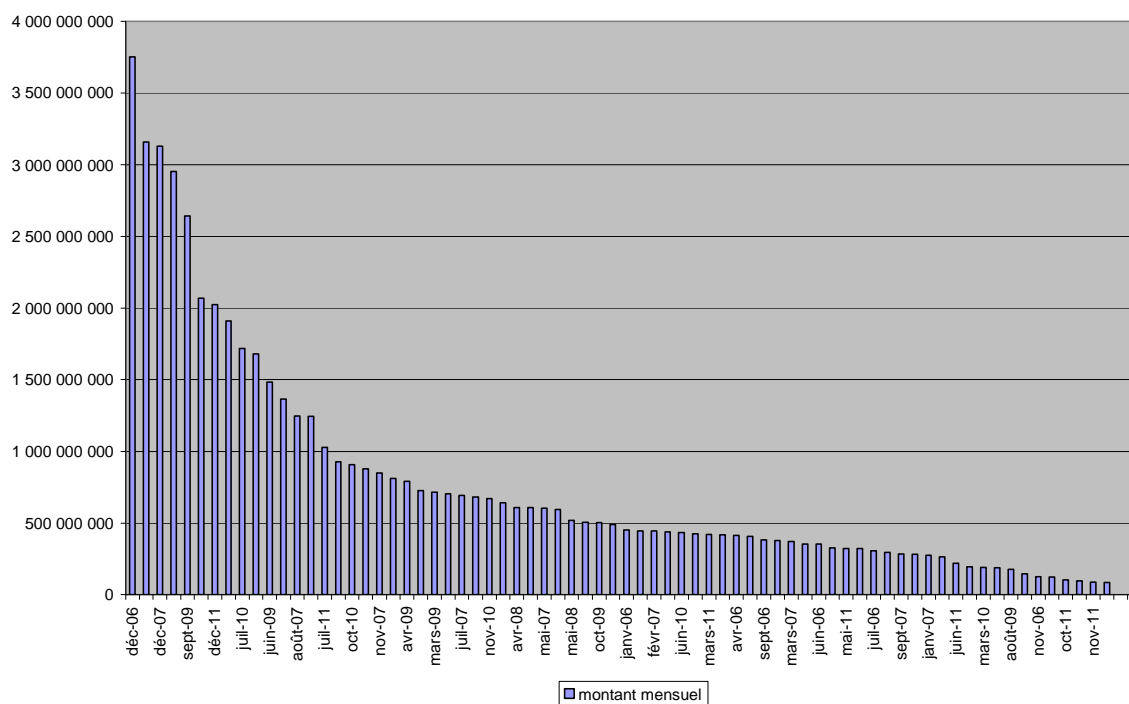
Graphique 75 : Valeur des opérations par mois



Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

[1216] La médiane est de 470 M€ par mois. Quand on classe les mois par montant cf. graphique ci-dessous on note des mois de très importante activité autres que le mois de décembre.

Graphique 76 : Classement des mois selon le volume décroissant des mouvements nets



Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

[1217] Le tableau ci-dessous donne classée par ordre décroissant les mois où les transactions ont dépassé 1 Mds €.

Tableau 127 : Mois totalisant un montant de transaction supérieur à 1 Mds€

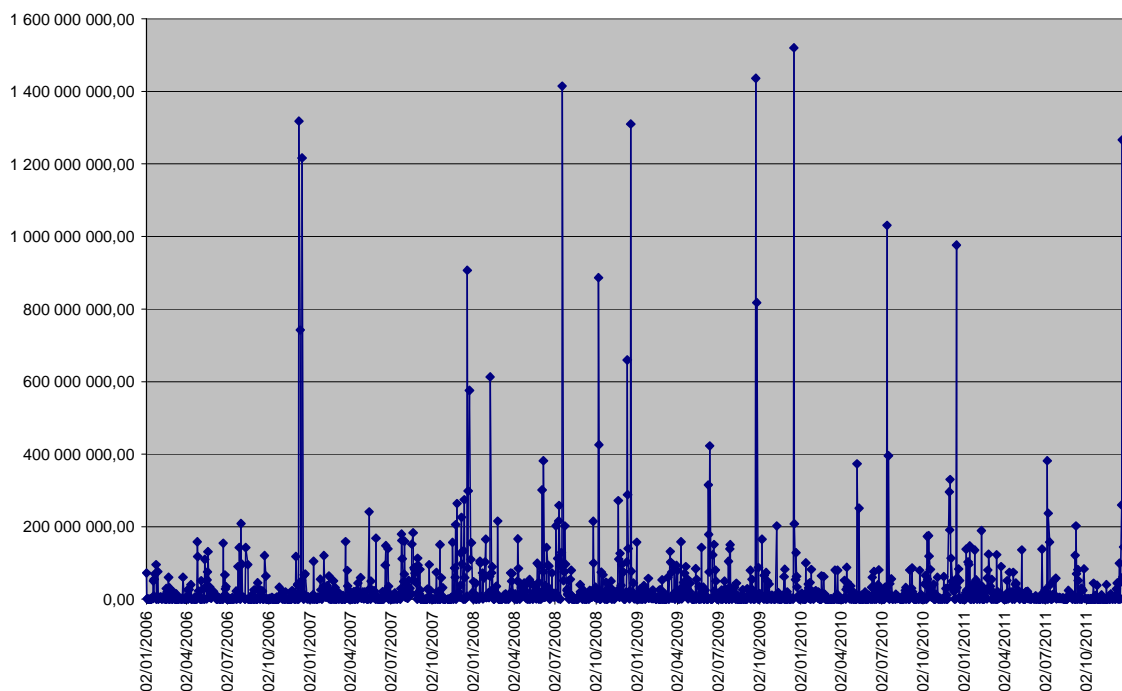
Mois	Montant des transactions
déc-06	3 752 792 019
juil-08	3 158 211 415
déc-07	3 128 457 529
déc-08	2 953 020 581
sept-09	2 642 244 180
déc-09	2 068 542 473
déc-11	2 023 693 207
déc-10	1 909 607 471
juil-10	1 718 378 902
oct-08	1 680 150 112
juin-09	1 483 876 639
juin-08	1 364 462 985
août-07	1 246 392 704
févr-08	1 244 105 013
juil-11	1 027 415 852

Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

[1218] Sont ainsi particulièrement «actifs » les mois de aout 2007, février juin et juillet 2008, juin et septembre 2009, juillet 2011.

[1219] La valeur des opérations par jour montre l'existence de jours avec des montants très important. Ces jours constituent du point de vue de la vérification des opérations (conditions, frais, ...) des zones de risques importantes.

Graphique 77 : Valeur des opérations par jour (1AR compté pour A+R)



Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

1.3. Répartition des montants par classe

[1220] La répartition du montant net des opérations par année et par classe est donnée ci-dessous.

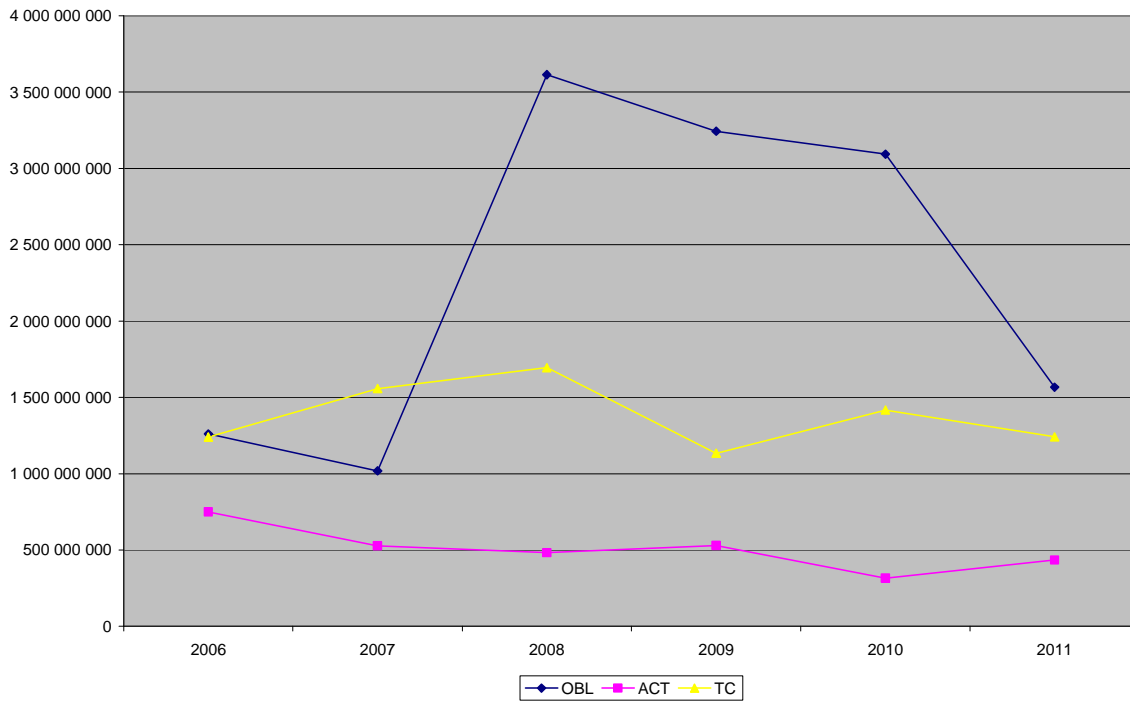
Tableau 128 : Répartition des montants nets des opérations par classe de produits

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	7 393 290 724	9 075 865 323	14 296 690 233	10 355 762 571	8 189 243 552	7 078 447 004
OBL	1 259 460 390	1 017 801 786	3 614 165 077	3 243 158 454	3 092 718 859	1 566 273 459
ACT	748 467 350	527 955 578	482 260 358	528 545 126	314 441 327	434 391 558
TC	1 239 813 688	1 556 643 945	1 693 373 531	1 133 287 538	1 417 384 909	1 240 377 432
MON	2 641 277 700	5 104 585 362	7 651 275 451	4 709 178 844	2 674 367 296	2 866 470 608
MON+	815 724 220	561 548 538	331 656 513	377 505 551	229 137 942	142 509 829
Sous total	6 704 743 348	8 768 535 210	13 772 730 930	9 991 675 512	7 728 050 333	6 250 022 886
	91 %	97 %	96 %	96 %	94 %	88 %

Source : Exploitation fichiers CAVP.

[1221] Les transactions sur les obligations ont fortement progressé en 2008 et 2009

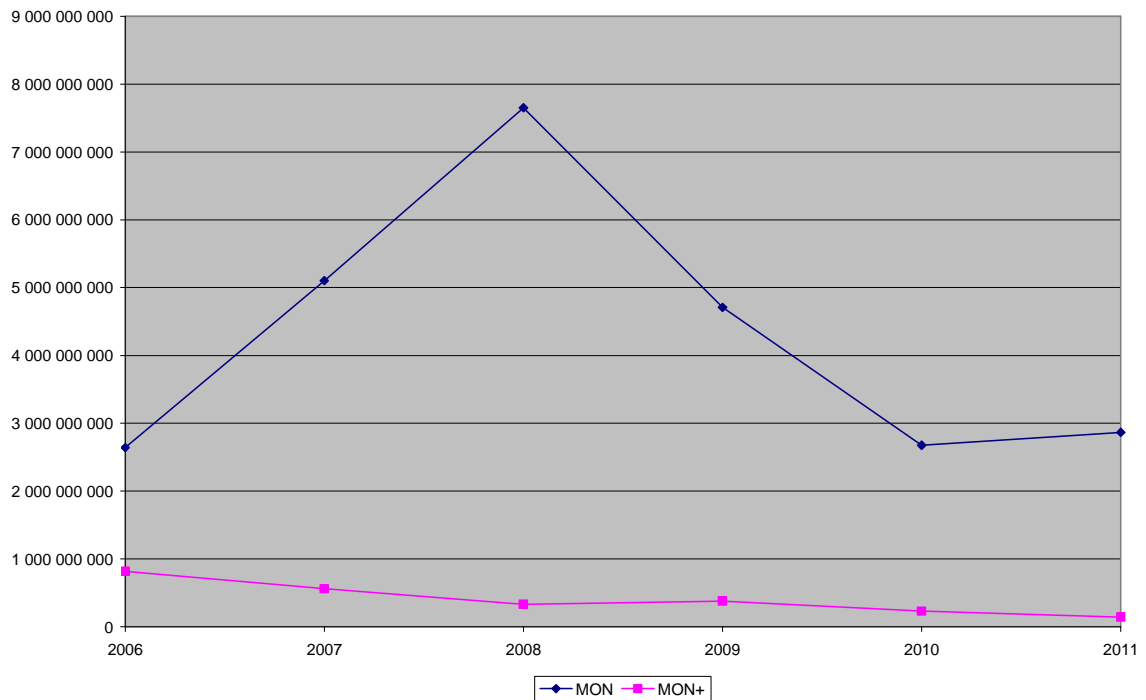
Graphique 78 : Montants nets par année principales classes



Source : Exploitation données CAVP.

[1222] Les montants nets ont fortement progressé en 2007, 2008 et 2009 pour les monétaires.

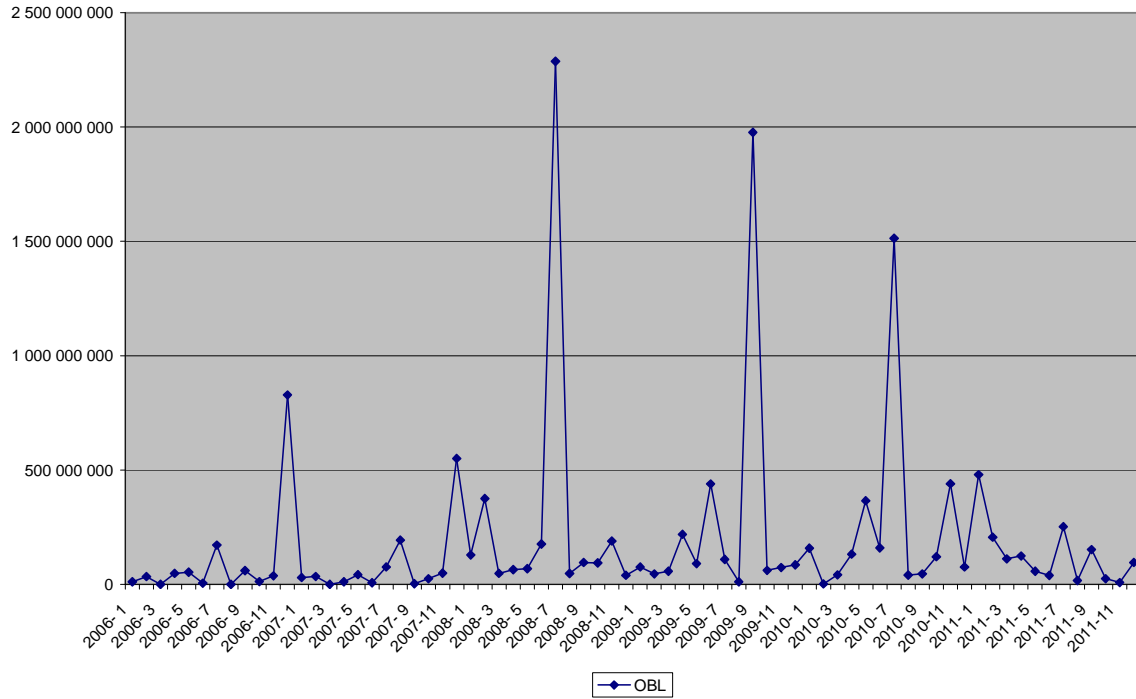
Graphique 79 : Montants nets monétaires par année



Source : Exploitation données CAVP.

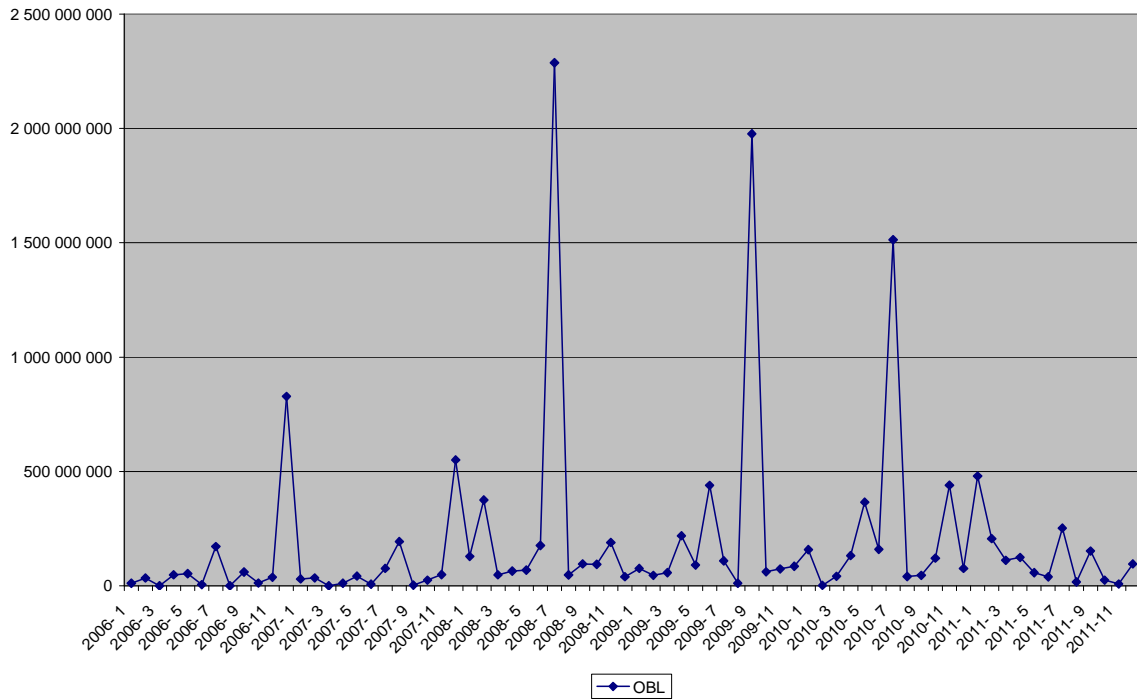
[1223] Les données mensuelles montrent la concentration des ces mouvements et confirment par classe les données vues plus haut sur l'ensemble du portefeuille.

Graphique 80 : Montants nets par mois obligations



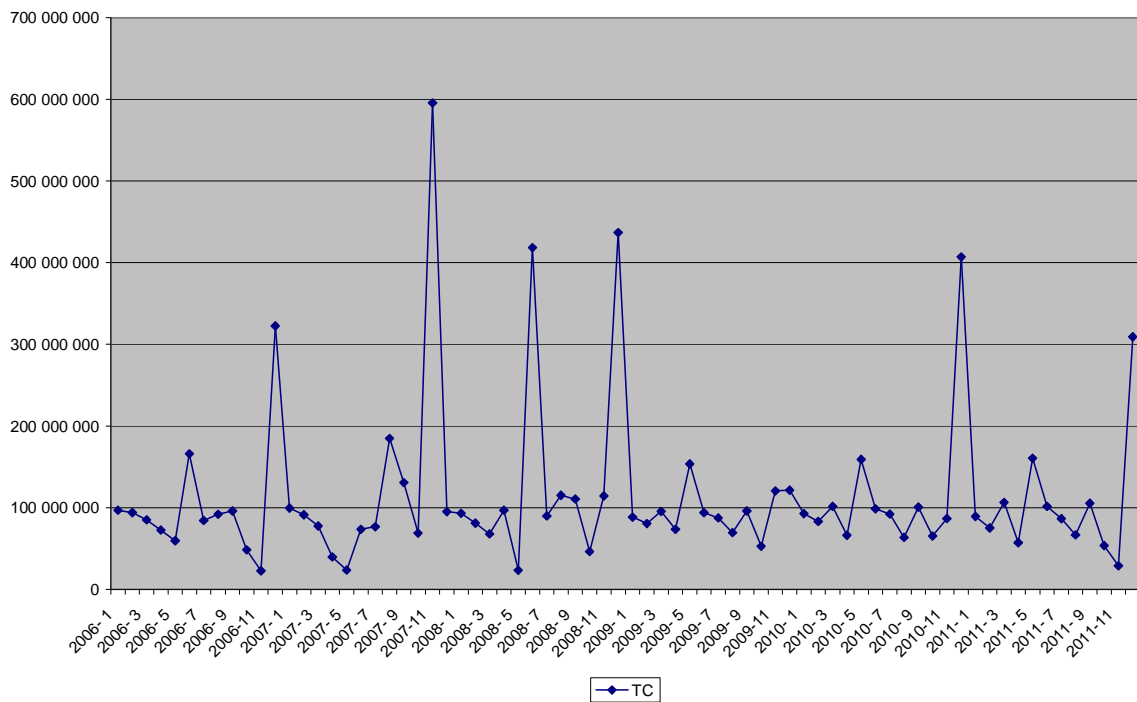
Source : Exploitation données CAVP.

Graphique 81 : Montant net par mois actions



Source : Exploitation données CAVP.

Graphique 82 : Montant net par mois TC



Source : Exploitation données CAVP.

2. L'EXPLOITATION DES DONNEES DE BASE FAIT APPARAÎTRE DES POINTS DE CONTROLE

2.1. Dates d'opérations un samedi ou un dimanche

[1224] La répartition entre les jours des dates d'opération ne fait pas apparaître de particularité. Toutefois des opérations ont comme date d'opération un samedi ou un dimanche. (cf. tableau Excel opérations du samedi et du dimanche).

[1225] Il a été demandé des explications à la caisse sur ces opérations :

- Sur 84 opérations dont la date est le samedi 2 sont des erreurs de saisie et 82 correspondent au paiement de coupons qui ont lieu à date fixe donc indépendamment du jour de la semaine ;
- Sur 67 opérations dont la date est un samedi 1 est une erreur de saisie, 65 correspondent à des paiements de coupons et 1 est un investissement de 10 M€ dans le fonds The NEMROD Eurofond dont il a été indiqué comme motif « *qu'elle devait être faite avant le 15 du mois* », soit la date de la valeur liquidative sans **explication des raisons pour lesquelles cela devait être fait**.

Réponse de l'organisme :

§ 1225 : *La mission indique qu'aucune explication ne lui a été donnée sur les raisons du rachat du fonds NEMROD « avant le 15 du mois ». Si cette absence d'explication concerne l'opération de rachat en elle-même, la question n'a pas été posée aux agents de la caisse. Si elle concerne la date d'opération « avant le 15 du mois », l'explication a pourtant été fournie à la mission dans un mail du 11 juillet 2012 (voir pièce jointe n°9).*

Observation de la mission :

Certes, mais il n'est pas expliqué pourquoi il fallait faire cette transaction avant la date de la valeur liquidative. L'échange montre la difficulté à obtenir des informations de la caisse parfois plus soucieuse de répondre de manière littérale aux questions que de permettre la compréhension des opérations conduites. L'observation est précisée en conséquence.

2.2. Ecart entre la date de l'opération et la date de valeur

[1226] On remarque l'existence de cinq opérations où la date de valeur est antérieure à la date de l'opération. On peut considérer que cette possibilité pouvant retracer des erreurs de saisie dans le tableau pose la question de la fiabilité du suivi.

[1227] La répartition des opérations par écart est donnée ci-dessous.

Tableau 129 : Répartition opérations et montants nets par valeur de l'écart date opération / date valeur

	Nombre	% nombre	montant brut	% montant brut
supérieur 7	132	0 %	821 442 442,39	1 %
7	87	1 %	565 006 641	1 %
6	102	1 %	1 008 000 681	2 %
5	441	6 %	3 013 924 453	5 %
4	264	3 %	8 577 290 568	15 %
3	286	4 %	3 327 910 045	6 %
2	202	3 %	5 216 998 597	9 %
1	192	3 %	4 078 867 308	7 %
sous total	1574	21 %	25 787 998 293	46 %
0	5893	77 %	29 779 525 609	53 %

Source : Exploitation IGAS fichiers CAVP.

[1228] La mission a demandé une explication des onze écarts de date les plus importants qui correspondent à des erreurs de saisie ce qui montre les risques des resaisies de données dans des tableaux Excel.

Réponse de l'organisme :

§ 1228 : *Effectivement, des erreurs de saisie ont été commises. Cependant, elles concernent les dates d'opération et non les dates de règlement. Ce tableau n'est pas le reflet de la comptabilité et permet au service financier de suivre les opérations réalisées avec pour objectif principal de suivre les flux en date de règlement pour contrôler les soldes en date de valeur.*

Observation de la mission :

La réponse confirme l'observation qui est maintenue.

[1229] Les délais de quelques jours jusqu'à 14 voir plus sont justifiés par les « délais de mise en œuvre des opérations primaires ».

Réponse de l'organisme :

§ 1229 : *La mission semble douter de la cohérence de notre justification sur les délais entre date d'opération et date de règlement pour les opérations sur le marché primaire. Pour son information : dans le cadre d'une émission obligataire (émission primaire), il existe une période de placement pendant laquelle l'investisseur a la possibilité de donner un ordre d'achat à un courtier (en date de transaction c'est à dire d'opération). A l'issue de cette période, le règlement est effectué (en date de valeur), d'où cet écart supérieur au J+3 usuel dans le cas d'un achat sur le marché secondaire.*

Observation de la mission :

La mission ne faisait que reprendre l'explication fournie par la caisse pour la bonne documentation de ses travaux. Vu pour le complément qui est effectivement plus clair.

Annexe 13 : Règlement financier et politique de placement

[1230] En vertu de l'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale, le conseil d'administration de chaque caisse nationale, de base et section professionnelle doit élaborer un règlement financier. Ce règlement financier doit obligatoirement comporter un manuel de procédure, un document décrivant les modalités de gestion de l'activité de placement et un code de déontologie.

[1231] Le règlement financier de la CAVP a connu plusieurs modifications. L'analyse conduite par la mission se fonde sur la dernière version de ce règlement datant de juin 2010.

1. LE REGLEMENT FINANCIER NE REpond QUE PARTIELLEMENT AUX OBLIGATIONS FIXEES PAR LE DECRET N°2002-1314 MODIFIE

1.1. *Le règlement financier définit les objectifs de la gestion financière de manière trop peu précise pour que les dispositions de l'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale soient respectées*

[1232] L'article R. 623-10-3 du code de la sécurité sociale dispose 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.

[1233] 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.

[1234] Ce point est particulièrement préoccupant. Quelle que soit l'activité concernée, la gestion des réserves n'a de sens qu'analysée en regard des « passifs » ou des « engagements ». 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 pas ou peu de contraintes tels que les fonds d'investissement.

- [1235] Investir sur les marchés actions, obligataires ou sur tout autre type de marché n'a pas de sens en soi : la question « vaut-il mieux acquérir des actions, des obligations ou de l'immobilier ? » est sans réponse sans plus de précisions. 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 « réalité », cette fonction d'utilité découle implicitement des contraintes de « passif » : des engagements longs, des besoins de rendement liés à telle ou telle problématique, la nécessité d'éviter une perte des réserves ou au contraire l'acceptation d'une telle éventualité amènent à des placements et modes de gestion radicalement distincts. Aussi, le fondement même de ce qu'est une politique d'investissement est absent du règlement financier de la CAVP.
- [1236] Il est important de rappeler ici que la majeure partie des réserves correspond aux placements afférents au régime de retraite par capitalisation. L'absence de couverture des engagements par les placements est par conséquent synonyme de faillite du régime. Pourtant, la notion de couverture n'est pas abordée alors même que cette dernière est le pilier sur lequel se fondent les études conduites par MERCER en vue de définir l'allocation stratégique.
- [1237] La question de la détermination du « passif » et des engagements est pourtant abordée par le règlement financier. Les articles 5, 6 et 7 du règlement financier abordent respectivement les questions des projections financières, de l'allocation stratégique qui en découle et de l'allocation tactique (article 17).
- [1238] Selon les articles 5 et 14⁸¹, il est question de déterminer un échéancier, année par année, des flux financiers dans le but de piloter la politique de ressources et de charges.
- [1239] La définition des « passifs » étant la condition *sine qua non* à la définition d'une politique de placement, la mission note positivement la place conférée au « passif ». Toutefois, si l'analyse des besoins du « passif » 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.
- [1240] Seule la partie du règlement dédiée à la sélection des OPCVM offre plus de précisions. Il y est question de sécurité, sans que les dimensions que recouvrent cette notion et les indicateurs permettant de la mesurer ne soient définies. On y voit le premier objectif – un rendement de 3 % + inflation sur moyenne et longue période – sans savoir ce qu'implique de l'atteindre ou d'échouer dans cette tâche.

⁸¹ La CAVP détermine son passif régime par régime :

- Régime Allocation vieillesse de base (répartition avec réserves)
- Régime Complémentaire par Répartition (répartition avec réserves)
- Régime A.S.V. (répartition avec réserves)
- Régime Invalidité–Décès (capitalisation avec provisions techniques)
- Régime Complémentaire par Capitalisation (capitalisation avec provisions techniques)

Le service financier prend en charge les études Actif/Passif. Pour cela, il établit à l'aide du service informatique une projection année par année des flux financiers futurs. Il s'appuie sur des données statistiques reconnues par la profession : tables de mortalité, études statistiques propres aux pharmaciens libéraux, taux techniques, hypothèses de revalorisation, modèles d'allocation d'actifs... Les études actuarielles sont effectuées tous les trois ans et donnent lieu à vérification par un expert reconnu, à intervalle régulier, en conformité avec la réglementation en vigueur. Les conclusions de ces études sont présentées au Bureau Exécutif et au Conseil d'Administration de la CAVP.

[1241] Le règlement fait également allusion à des indicateurs de risque : « *volatilité, volatilité par rapport au benchmark, ratio de Sharpe, ratio d'information, ratio de Sortino, perte maximal (drawdown), période de recouvrement, etc* ». Ces indicateurs sont supposés être analysés sans que le règlement ne précise ce qui en est tiré : aucun seuil relatif à tel ou tel indicateur n'est défini et, en conséquence, aucune action ne peut y être associée (investissement, désinvestissement, surveillance...). On est alors en droit de se demander qu'il advient de ces analyses. Sont-elles conservées ? Un avis contraignant est-il donné et par qui ? En l'état actuel, le règlement se contente d'inventorier pêle-mêle des indicateurs mal définis (quels sont les horizons et mode de calculs de ces indicateurs ?) et toutes ces questions restent sans réponse. La CAVP se contente de « regarder » ces indicateurs sans en attendre rien de bien précis.

[1242] De fait, sur ces questions, le règlement financier est évasif et laisse une marge de manœuvre totale à la direction pour ce qui est de la définition de sa politique de placement, de son allocation stratégique et 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 visant à définir l'allocation stratégique, une vision claire et précise des objectifs des réserves, mais aussi des risques que la caisse est disposée à encourir, a été donnée. Les grands principes formulés par le règlement financier ferment peu de portes et laissent la plus grande liberté à la direction pour choisir ses objectifs et en changer comme bon lui semble.

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

[1243] Le règlement financier précise que la direction fixe les spécificités des conventions de gestion, à savoir :

- « *Informations sur la société de gestion et son actionnaire principal ;*
- *Règles de rachat ;*
- *Contrôle de la gestion ;*
- *Rémunération de la société de gestion ;*
- *Frais de transaction ;*
- *Délégation de gestion ;*
- *Durée,*
- *Règles de dénonciation de la convention,*
- *Règlement des litiges ;*
- *Horizon et objectif de gestion ;*
- *Règles d'investissement : univers, instruments financiers, degré de risque de marché, qualité des risques de contrepartie, utilisation d'OPCVM dans la gestion déléguée ;*
- *Règles de reporting : contenu, fréquence. »*

[1244] Sur la question de la gestion déléguée, l'article 10 ajoute que : « *pour tout ce qui n'est pas investissement dans les OPCVM ouverts, la CAVP détermine les contraintes imposées aux gestionnaires en termes d'univers d'investissement, d'objectif de performances, de risques et de comptes rendus de gestion. Ces contraintes sont retranscrites dans une convention de gestion qui définit les relations contractuelles entre la CAVP et le délégataire, notamment en ce qui concerne les caractéristiques en termes de durée, la détermination des frais de gestion et les clauses de dénonciation* ».

[1245] Le règlement financier précise plus loin que le « *reporting quotidien indique en pas quotidien et depuis le début de l'année, la **performance** absolue du fonds et sa **performance** par rapport au benchmark. Ce reporting assure le suivi quotidien de l'actif net et du ratio d'emprise de la caisse. Il déclenche différentes alertes lorsque le ratio d'emprise est dépassé ou lorsque les variations de l'actif net, ou ses performances relatives dépassent certains seuils. Tout déclenchement d'une alerte appelle une action du service financier, le plus souvent une recherche d'information auprès de la société de gestion concernée. [...] Le reporting mensuel comporte :*

- *Une analyse de la **performance** sur un mois, depuis le début de l'année, sur un an et sur trois ans. Elle rappelle l'actif net, l'encours de la CAVP, le ratio d'emprise et la **volatilité** sur un an, et compare les **performances** du fonds à celles de son benchmark et à celles de son groupe de compétiteurs en établissant un classement.*
- ***Des indicateurs de risque** : volatilité, corrélation, tracking error, ratio de Sharpe, ratio de Sortino, ratio d'information, perte maximal et période de recouvrement. »*

[1246] Ceci étant posé, ledit règlement s'arrête là alors même que le code de la sécurité sociale impose que soient définis le contenu du mandat ou de la convention de gestion, sa durée, les frais de gestion, le contrôle de l'activité du gestionnaire délégué et les conditions de dénonciation des conventions de gestion.

[1247] L'analyse des OPCVM dédiés montre notamment que les frais peuvent connaître des variations non négligeables tout comme les objectifs de gestion. La définition du reporting par le règlement financier se concentre sur la performance au détriment de la prise en compte des multiples facteurs de risques (cf. annexe 9 analyse technique et juridique des OPCVM). Une fois encore, le règlement est flou et imprécis : non seulement, les indicateurs n'y sont pas clairement définis mais ils ne sont associés à aucun risque qu'ils auraient vocation à mesurer et encadrer, et il n'est prévu aucune action découlant du franchissement de seuils prédéterminés. Aussi, de quelle volatilité ou corrélation parle-t-on, sur quel horizon temporel ces indicateurs sont-ils calculés, quel sont les niveaux acceptables, quels risques ces indicateurs ont-ils vocation à encadrer, sont autant de question auxquelles le règlement financier devrait répondre.

[1248] De surcroît, le biais en faveur de la performance est perceptible dans la partie du règlement intitulée « Discipline de vente ». Cette partie établit une liste des événements susceptibles de conduire à des rachats. Ces événements sont :

- « *Changement de l'équipe de gestion ;*
- *Élément défavorable sur la société de gestion : risque réputationnel, blâme ou avertissement, détérioration du contrôle des risques, fusion ou opération en capital présentant un risque pour la stabilité des équipes*
- ***Performance** inexplicable, relative ou absolue*
- *Problèmes de valorisation*
- *Changement de dépositaire*
- *Sous **performance** durable (supérieure à 3 ou 6 mois) par rapport au benchmark*
- ***Performance** absolue négative sur une longue durée*
- *Pas de possibilité de joindre le gérant*
- *Absence ou faiblesse d'information communiquée par la société de gestion*
- *Absence de réponse rapide à une question posée par la CAVP*
- *Evolution brutale de l'actif net, notamment à la baisse*
- *Actif net du fonds ramené à moins de 50 M€*
- *Informations défavorables communiquées sur un OPCVM par le gestionnaire d'un fonds de fonds*

- *Dépassement du ratio d'emprise de 10 %.* Dans le cas d'un investissement dans un fonds nouvellement créé ou dans un fonds dont l'encours est inférieur à 50 M€, la CAVP n'est pas tenue de respecter le ratio d'emprise la première année. A la date anniversaire de l'investissement, la règle du ratio d'emprise sera appliquée normalement. »

[1249] Dans ces cas, le service financier détermine si l'urgence impose une décision de rachat sans délai, ou si la décision peut être prise à l'occasion du comité d'investissement suivant.

2. LA GESTION DES RISQUES PREVUE PAR LE REGLEMENT N'EXISTE PAS DANS LES FAITS

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

[1250] Les articles 9 et 15 du règlement financier abordent la question de la surveillance et de la gestion des risques financiers. Selon l'article 9, « *la CAVP exerce une surveillance des risques financiers, notamment en matière de qualité de crédit des émetteurs.* » 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.

[1251] Si le risque de contrepartie fait l'objet d'une attention particulière – les conventions de gestion et prospectus des fonds dédiés indiquent des notations minimale dont doivent jouir les émetteurs auxquels la caisse peut faire appel – on peut noter qu'il n'existe aucun tableau de bord permettant d'apprécier la qualité de crédit sur l'ensemble du portefeuille par transparence des OPCVM. Faute d'un tel suivi permanent, la caisse ne connaît pas son exposition à telle ou telle notation, secteur ou type d'émetteur. La collecte de ces informations n'est cependant pas une tâche impossible et ne dépend que de la volonté de la caisse. Il suffit pour s'en convaincre de noter la facilité avec laquelle elle a pu obtenir le détail par transparence de son exposition aux Etats de la zone euro à l'occasion de la crise de la dette souveraine. En l'état actuel, un tel suivi n'est ni systématique ni formalisé. Il ne peut en être autrement dans la mesure où le *reporting* demandé aux gérants des fonds dédiés se concentre sur les performances boursières.

[1252] Au delà de la question du risque de contrepartie, l'exercice d'une « *surveillance des risques financiers* » nécessite au préalable d'avoir défini les risques financiers en question. Seul l'article 15 aborde la question en citant le risque de contrepartie et le risque de marché (au sens du lieu géographique où sont situées les cotations des titres). Il va sans dire qu'il est difficile de surveiller, et *a fortiori* de maîtriser, des risques que l'on n'a pas définis au préalable. Si une cartographie existe en ce qui concerne l'activité technique de la caisse, rien n'a été élaboré à ce jour en matière de placement. On notera ainsi l'apparition en 2011 de pertes pour risques de change dans les comptes de la caisse alors que ce risque n'est à aucun moment cité par le règlement financier (cf. annexe 4 revues analytiques des comptes).

[1253] Dans ces conditions, une des priorités de la CAVP doit être de 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.

[1254] 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 au moins 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 (pays, secteur) ;
- la gestion du risque lié aux instruments dérivés.

[1255] Ce système au delà des risques financiers doit également intégrer les interactions « actif/passif » et prendre en compte le provisionnement, la gestion actif-passif ainsi que la gestion du risque opérationnel (opérations d'achats et de ventes, souscriptions d'OPC).

[1256] La caisse doit être en mesure de démontrer sa maîtrise des différents risques ce qui n'est pas vérifié en l'état actuel.

2.2. Contrairement à ce qui est prévu par le règlement financier, aucun dispositif de contrôle interne en matière de placements n'est pas mis en place

[1257] Le règlement financier prévoit un dispositif de contrôle interne qui est limité au regard des normes internationales et bonnes pratiques (cf. annexe comptabilité et contrôle interne). Même limitées ses dispositions ne sont pas mises en œuvre.

2.2.1. Les procédures écrites sont quasi inexistantes

[1258] Selon le règlement financier, la CAVP est supposée mettre en place « *les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités et de s'assurer du respect de la réglementation et des dispositions déontologiques du présente Règlement.* » Le règlement financier comporte bien une partie intitulée « *Manuel de procédures* ». Celle-ci tient en 8 pages et énonce les rôles et attributions, en matière de placements financiers, du service financier, du service comptable, du conseil d'administration, du bureau exécutif et de la direction. 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, procédures n'est pas précisée dans cette partie.

[1259] Des différents entretiens conduit et de ces textes, la mission conclut qu'il n'existe pas de procédure écrite traitant du contrôle de l'activité de placement ni de la vérification des dispositions du décret de 2002. Il n'y a donc :

- aucune analyse formalisée des risques de contrôle interne liés aux placements financier;
- aucune procédure de contrôle interne définissant comment les couvrir;
- aucune définition formalisée des modes de travail des agents chargés des placements : organisation des réunions de travail, nature des travaux à effectuer, étapes à respecter avant de mettre en œuvre une décision d'achat ou de vente, contrôles à opérer sur les frais ou le contenu des fonds ;
- aucune définition d'outils de suivi interne pouvant faire l'objet d'un suivi collectif à quelque moment que ce soit ;
- aucune liste compilant les tableaux ou analyses qui seraient éventuellement produits et utilisés pour analyser l'activité.

[1260] Si aucune procédure n'a été formalisée ni rédigée, des mesures de contrôle existent tout de même. En particulier, la caisse dispose de tableaux permettant de suivre les ratios du décret de 2002, de calcul des taux de rendement interne et contrôler les allocations stratégiques. Les performances des fonds sont suivies via un *reporting* produit par Europerformance. En outre, un comité de marché se réunit de manière hebdomadaire afin de prendre les décisions d'investissement.

2.2.2. La caisse ne met pas œuvre de dispositif de contrôle interne pour ce qui est du respect de la réglementation applicable à son activité de placement

- [1261] En matière de contrôle de conformité à la réglementation, l'article 13 précise que « *le service comptable effectue notamment les travaux suivants : vérification du respect de la réglementation en vigueur et des contraintes spécifiques à la CAVP [...]* ».
- [1262] Lorsque la mission a abordé cette question avec l'agent comptable, ce dernier s'est montré particulièrement surpris d'apprendre que cette tâche relevait de ses attributions et a expliqué n'avoir jamais examiné la ventilation des placements de la caisse suivant les critères du décret de 2002, si ce n'est pour vérifier les totaux. La vérification de la répartition des placements selon les différentes catégories réglementaires et, par conséquent, celle des différentes limites y afférant ne sont pas faites. Le plus inquiétant n'est peut être pas l'absence de vérification des dispositions du décret n°2002-1314 modifié mais le peu de cas que semble faire la CAVP de la réglementation qui lui est applicable.
- [1263] Ajoutons que l'article 18 précise les compétences des différents organes. En particulier, le service financier, avant toute opération financière, doit vérifier l'adéquation de celles-ci avec la réglementation en vigueur et les contraintes de la CAVP. De même, le service financier effectue *un contrôle a posteriori de la réalisation des objectifs et contraintes imposées à chaque gestionnaire de capitaux par délégation, du respect des contraintes imposées par la réglementation en vigueur et les décisions arrêtées par le Conseil d'Administration et le Bureau Exécutif* » (art.19).
- [1264] Ce contrôle a posteriori de la réalisation des objectifs et contraintes à été délégué aux dépositaires des fonds (CACEIS et BNP) qui rapportent mensuellement les anomalies de gestion sur le respect des conventions. Dans la mesure où les contraintes réglementaires découlant du décret de 2002 ne sont pas présentes dans lesdites conventions, ces dernières ne sont donc pas vérifiées alors même que les dépositaires pourraient effectuer ce travail pour la caisse.
- [1265] Sur la question des fonds dédiés, on peut lire à l'article 19 que « le Service Comptable assure [la] vérification des opérations financières réalisées par le Service financier sur les fonds dédiés suivant les mêmes critères que ceux requis pour la gestion en direct. »
- [1266] Or l'article 18 -traitant de la gestion directe- précise que « le Service Comptable assure [la] vérification des opérations financières initiées par le service financier :
- [...]
 - Adéquation aux contraintes réglementaires,
 - Adéquation aux contraintes de la CAVP,
 - [...] »
- [1267] La mission comprend que la caisse estime devoir répercuter les contraintes réglementaires qui pèsent sur elle sur ses fonds dédiés. Selon l'approche retenue par le règlement financier, les fonds dédiés se doivent de respecter le décret 2002-1314 modifié. La mission note positivement cette précaution mais constate que, dans les faits, les conventions de gestion ne font que très rarement référence au décret de 2002 (cf. annexe 9 analyses techniques et juridiques des OPCVM). Qui plus est, par oral, la caisse conteste cette approche et la prise en compte des placements détenus par les fonds par transparence afin de justifier la non conformité des placements détenus par certains OPCVM.

Annexe 14 : Suivi des frais de gestion des fonds détenus par la caisse

[1268] La mission a audité la manière dont la caisse détermine et suit les frais de gestion des fonds dans lesquels elle investit. Elle conclut de ses investigations que **la détermination et le suivi de ces frais constituent une risque de contrôle interne d'un niveau élevé et nécessite une action importante de la caisse.**

1. LE MONTANT DES FRAIS DE GESTION DES FONDS DEDIES ET LES MODALITES DE LEUR CONTROLE SONT A PRECISER DE MANIERE FORMALISEE

[1269] Deux documents définissent les frais que va supporter la caisse dans la gestion des fonds dédiés : la convention passée avec le gestionnaire d'une part, le prospectus du fonds d'autre part. Le prospectus peut être annexé à la convention ce qui le fait directement entrer dans le dispositif contractuel.

[1270] Les conventions examinées définissent une commission de gestion, parfois des clauses de surperformance mais ne prévoient pas explicitement le montant des commissions de souscription et de rachat. Elle prévoit généralement que la commission est directement « *provisionnée à chaque calcul de valeur liquidative, sur la base de l'actif net du fonds* » et « *prélevée directement sur le compte espèces du fonds. Elle comprend les honoraires du commissaire aux comptes, les frais de dépositaire, la commission liée à la gestion administrative et comptable. Aucune autre rémunération, non acceptée contractuellement par la CAVP, hors éléments précités ne pourra être prélevée*⁸² ». Cette dernière phrase conduit selon la caisse à ce que celle-ci ne paie de commissions de souscription ou de rachat.

[1271] Avec des exceptions (une constatée sur l'échantillon à l'occasion d'une investigation spécifique mais pas d'audit général de ce point), le prospectus des fonds prévoit des commissions d'acquisition et de cession mais ne précise pas explicitement qu'elles ne s'appliquent pas à la CAVP.

[1272] Cette disposition montre l'importance des conventions puisque, dans la mesure où elles sont prévues, dans le prospectus sans elles le seul prospectus de la société de gestion permettrait à celle-ci de prélever des commissions. Elle est aussi ambiguë car dans la mesure où le prospectus est lui aussi un document contractuel car il est annexé à la convention.

Recommandation n°81 : Préciser explicitement dans la convention et dans les prospectus qu'il n'y aura pas de commissions d'acquisition et de cession

[1273] La caisse a indiqué à la mission que :

- « *Aucun de nos fonds dédiés ne supporte de commissions de souscription ou de rachat applicables à la CAVP comme cela est prévu dans les conventions* » ;

⁸² Source Convention Fonds LYXOR PHARMA ALTERNATIF

- « dans le cas ou une commission serait prise par erreur, elle serait immédiatement détectée par le service financier. Lorsque le service financier passe un ordre (via le système Apollo de CACEIS) de souscription ou de rachat, le jour du débit en compte la VL utilisée pour le calcul du débit est rapprochée de la VL publiée. Si une différence est constatée, ils contactent la société de gestion pour connaître les raisons d'un tel décalage et faire annuler les frais indus (cf. classeur : BFT Monétaire, 20[€] de commission prise par erreur) ».

[1274] « Le service comptabilité n'effectue pas de contrôle s'agissant des frais des fonds dédiés. Les frais de gestion de nos OPCVM sont stipulés en annexe de chacune de nos conventions de gestion. Un commissaire aux Comptes est nommé à partir d'une liste validée par la CAVP. Le CAC est responsable du contrôle du fonds dédié et est rémunéré par la CAVP, afin entre autres, de vérifier que les frais de gestion perçus par la société de gestion sont conformes à la convention. A l'issue de ce contrôle annuel un rapport nous est transmis ainsi qu'à notre commissaire au Compte. A ce jour, nous n'avons jamais relevé dans les rapports d'anomalies sur le calcul des frais de gestion ».

[1275] Aucune procédure n'assure que les rapports des CAC sont effectivement exploités sur ce point d'une part, il n'est pas non plus démontré que la conformité aux conventions de gestion soit effectivement audité par les CAC d'autre part.

Recommandation n°82 : Formaliser les procédures de contrôle interne portant sur les frais de gestion des fonds dédiés en précisant de manière générale la nature des vérifications demandées aux commissaires aux comptes de ces fonds et les contrôles opérés par la caisse et l'auditeur financier sur ces points.

2. EXPLOITATION DU TABLEAU DES FRAIS 2009

[1276] La mission a exploité le tableau des frais 2009 qui lui a été fourni par la caisse document joint à l'annexe qui porte sur **78 fonds**. Ce tableau montre pour une même catégorie de produits des variations entre les frais particulièrement élevées :

- Pour les OPC d'actions de l'UEM les frais de gestion varient entre 0,11 et 1,8 % soit dans un rapport de 1 à 16 ;
- Pour les OPC d'actions internationales les chiffres sont respectivement de 0,11 % et 1 % soit de un à 9 ;
- Pour les OPC d'obligations de l'UEM de 0,11 à 0,85 % soit dans un rapport de 1 à 7,7 ;
- Ou même de 1 à 3 pour des produits pourtant classiques comme les OPC monétaires.

Tableau 130 : Frais de gestion par grandes catégories de placement

	Moyenne	Minimum	Maximum	Rapport min/max
Total global	0,19 %			
b. OPC actions UEM	0,39 %	0,11 %	1,80 %	16,4
ETF	0,25 %	0,25 %	0,25 %	
Fonds commun de placement	0,35 %	0,11 %	1,80 %	16,4
Sicav	1,26 %	1,00 %	1,75 %	1,8
c. OPC actions. Internationales	0,21 %	0,11 %	1,00 %	9,1
d. OPC diversifiés	0,20 %	0,11 %	0,25 %	2,3
e-1. FCP R	1,98 %	1,00 %	2,00 %	2,0
g. OPC obligations UEM	0,12 %	0,11 %	0,85 %	7,7
Fonds commun de placement	0,13 %	0,11 %	0,45 %	4,1
OPCVM Contractuel	0,08 %	0,07 %	0,10 %	1,4
Sicav	0,27 %	0,13 %	0,85 %	6,5

h. OPC obligations. internationales	0,16 %	0,11 %	0,35 %	3,2
i-2. OPC obligations convertibles	0,31 %	0,11 %	1,20 %	10,9
j-1. OPC monétaires	0,17 %	0,10 %	0,30 %	3,0
j-2. OPC monétaires dynamiques	0,20 %	0,11 %	0,30 %	2,7
k. Fonds alternatifs	0,94 %	0,50 %	1,20 %	2,4
l. Trésorerie. Circulante	0,13 %	0,12 %	0,25 %	2,1

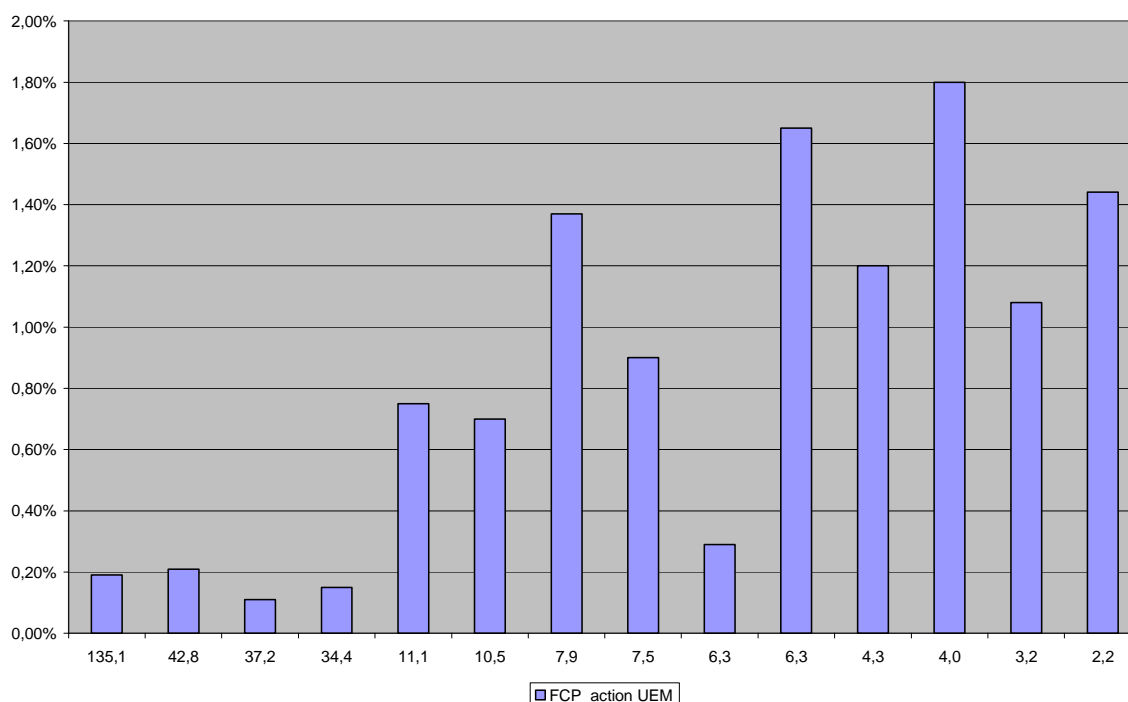
Source : Tableau de suivi CAVP 2009.

[1277] Le niveau moyen des frais acceptés est aussi globalement élevé on notera en particulier un niveau moyen de 0,94 % de l'actif pour les fonds alternatifs.

[1278] L'analyse de la répartition des frais selon le montant des actifs gérées dans les catégories où le nombre de fonds est assez important montre assez naturellement des frais moindres pour ceux dont les actifs sont les plus importants. Elle montre aussi des variations fortes au sein des fonds de plus petite taille. Ces éléments étayent l'existence de facteurs de risques dans la sélection des gestionnaires en particulier s'agissant des fonds de petite taille aux frais élevés.

[1279] Le phénomène est particulièrement notable pour les FCP actions UEM

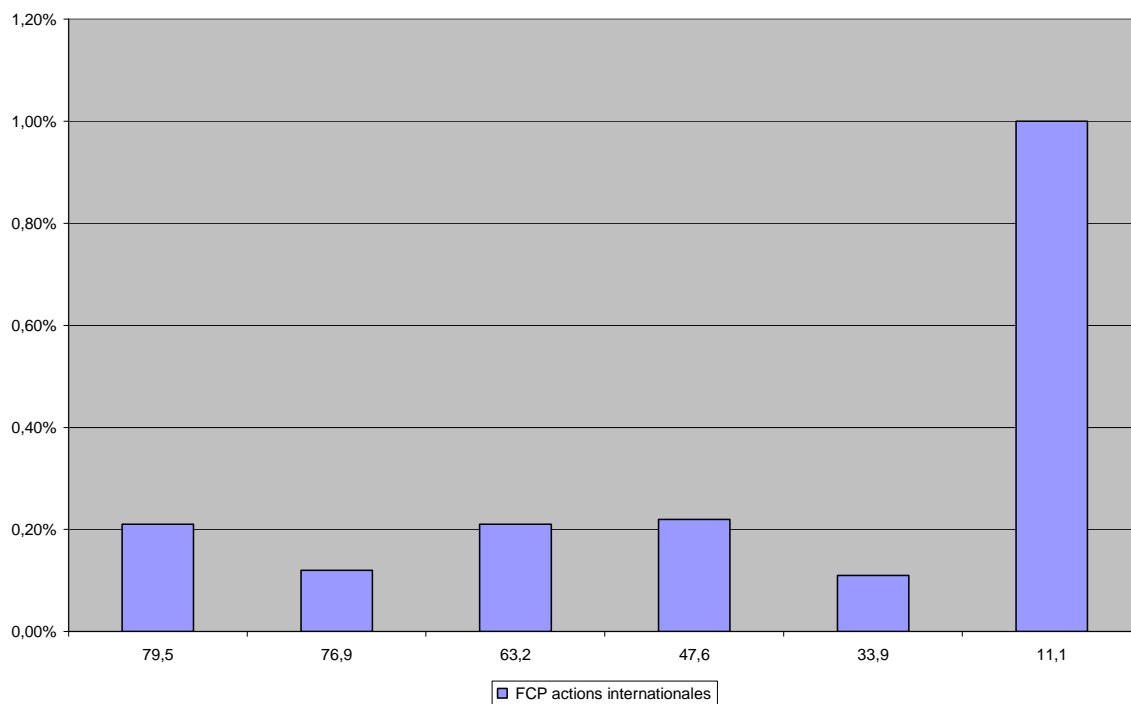
Graphique 83 : Frais de gestion en % des FCP actions UEM par montants décroissants de l'actif géré



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré.

[1280] Il l'est moins pour les FCP actions internationales.

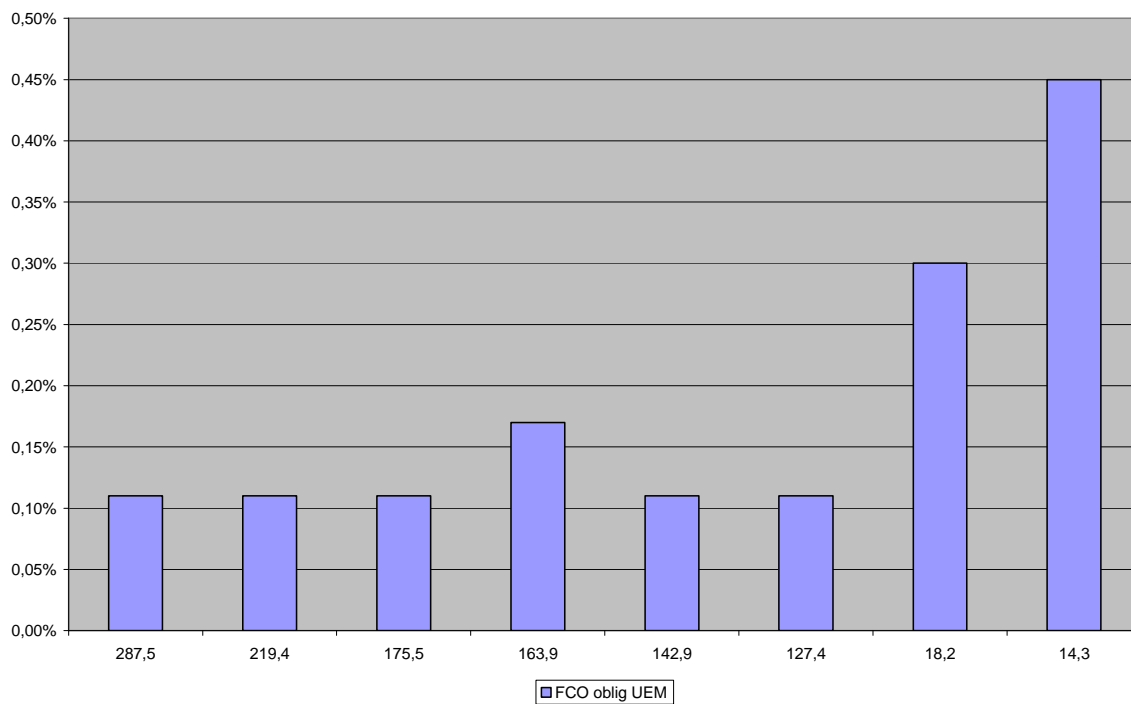
Graphique 84 : FCP actions internationales



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré.

[1281] Mais de nouveau notable pour les FCP d'obligations UEM.

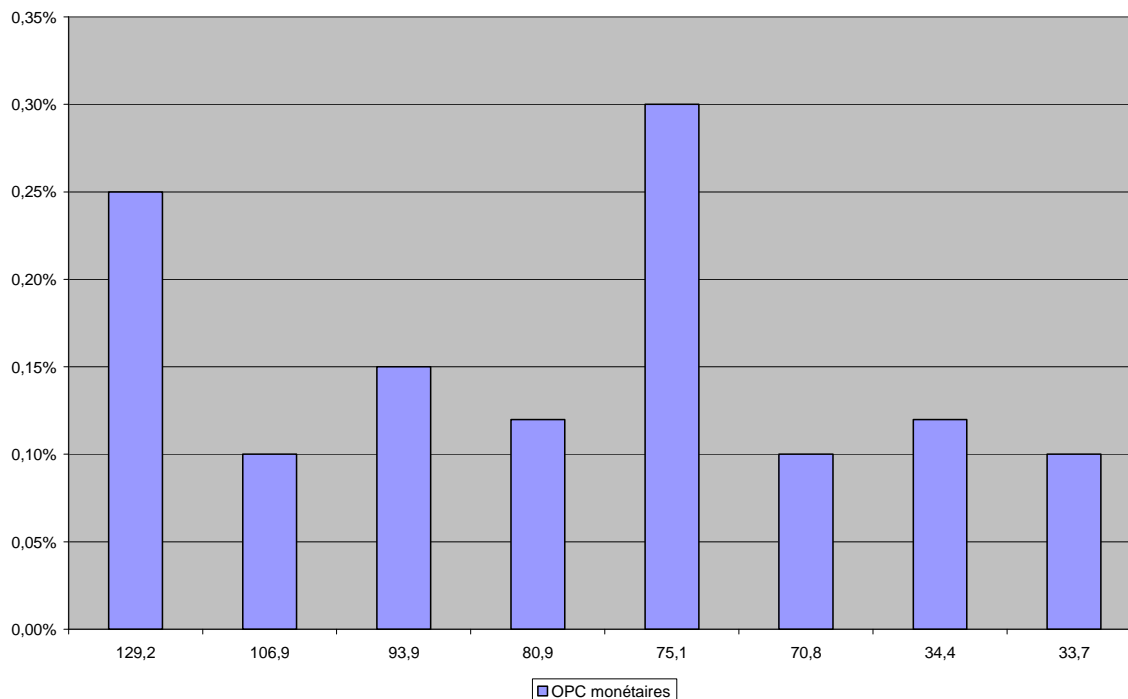
Graphique 85 : FCP Obligations UEM



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré.

[1282] Les OPC Monétaires présentent un profil particulier car les frais sont proches sauf pour le plus important et un fonds intermédiaire. On notera que les rendements d'OPC strictement monétaires sont faibles et que les frais consentis sont de nature à réduire sensiblement le rendement net de frais.

Graphique 86 : OPC Monétaires



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré.

Réponse de l'organisme :

§ 1282 : La mission note que les OPC monétaires ont des rendements faibles et souligne que cette faiblesse serait due à l'importance des frais de gestion. Nous souhaitons préciser que la faiblesse des rendements des OPC monétaires est relative (cf. tableau ci-dessous) et dépend essentiellement du niveau des taux courts. D'autre part, le rendement des fonds s'analyse net de frais.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OPC monétaires	3,22 %	3,65 %	4,57 %	1,57 %	0,88 %	1,16 %
Eonia	2,90 %	3,98 %	3,99 %	0,77 %	0,44 %	0,88 %

Source : CAVP (TRI des OPCVM monétaires au 31/12) – Six Telekurs

Observation de la mission :

La réponse témoigne d'une surinterprétation de l'observation qui se bornait à noter que lorsque les rendements sont faibles les frais peuvent avoir un impact proportionnellement plus important. Il est dommage que la caisse n'ait pas expliqué pourquoi elle accepte des frais aussi différents pour deux fonds dont l'un est celui dont le montant est le plus important.

	G	H	I	J	K
	Code	Libellé du titre	Valeur de marché	Frais de gestion (%)	Montant des frais de gestion
2	Total global		4 531 124 620,31	0,19%	8 532 017,59
3	b. OPC act. UEM		341 846 876,18		1 328 826,39
4	ETF		11 824 205,00		29 560,51
5	FR0007080973	CASAM ETF CAC 40	10 930 280,00	0,25%	27 325,70
6	FR0007052782	LYXOR ETF CAC 40	893 925,00	0,25%	2 234,81
7	Fonds commun de placement		312 762 952,70		1 082 522,61
8	IE0008366365	AXA EUROBLOCK EQ ALPHA A EUR	10 499 327,04	0,70%	73 495,29
9	FR0000994451	BEST BUSINESS MODELS A	7 884 866,40	1,37%	108 022,67
10	FR0010007542	ENTREPRENEURS	4 015 385,08	1,80%	72 276,93
11	FR0010370478	HAREWOOD COVERED EURP EQ A	6 347 237,60	0,29%	18 406,99
12	FR0010401075	HUGAU RENDEMENT (C)	2 177 329,08	1,44%	31 353,54
13	FR0010558841	MANDARINE VALEUR I	7 478 658,45	0,90%	67 307,93
14	FR0007078811	METROPOLE SELECTION	6 273 157,80	1,65%	103 507,10
15	FR0010284208	ORSAY ACTIONS INSTITUTIONNELS	11 077 279,42	0,75%	83 079,60
16	FR0010505453	OUDART OPPORTUNITES FRANCE	3 197 037,60	1,08%	34 528,01
17	FR0010582544	PHARMA SELECTION - AE	37 207 520,00	0,11%	40 928,27
18	FR0010341875	PHARMA-PARFRANCE	135 078 629,61	0,19%	256 649,40
19	FR0010341727	R PHARMA ACTIONS	42 845 512,50	0,21%	89 975,58
20	FR0010605998	SOGEPHARMA REVERSE	34 398 174,46	0,15%	51 597,26
21	FR0010602005	TOCQUEVILLE DIVIDENDE I	4 282 837,65	1,20%	51 394,05
22	Sicav		17 259 718,48		216 743,27
23	LU0235308482	ALKEN FUND EUROP OPPORT R CAP	11 373 574,18	1,00%	113 735,74
24	FR0000295230	RENAISSANCE EUROPE	5 886 144,30	1,75%	103 007,53
25	c. OPC act. intern.		312 278 007,87		645 203,53
26	Fonds commun de placement		312 278 007,87		645 203,53
27	FR0010572487	CAAM ACTIONS THEM MONDE I	11 119 475,92	1,00%	111 194,76
28	FR0010343228	ELITE INTER-PHARMACTION	47 596 051,86	0,22%	104 711,31
29	FR0010335380	LCF PHARMA INTERNATIONAL	76 936 813,52	0,12%	92 324,18
30	FR0010341867	NATIO FONDOS PHARMA ACTIONS	63 154 724,36	0,21%	132 624,92
31	FR0010564252	PHARMA SELECTION - AI	33 940 619,53	0,11%	37 334,68
32	FR0010337881	ROBECO PHARM ACTIONS INTERNAT	79 530 322,68	0,21%	167 013,68
33	d. OPC diversifiées		281 286 629,91		557 495,54
34	Fonds commun de placement		281 286 629,91		557 495,54
35	FR0010343244	CA PHARMA GLOBAL	105 792 595,60	0,21%	222 164,45
36	FR0010336701	DRESDNER PHARMA 1	55 964 052,41	0,23%	128 717,32
37	FR0010336249	GROUPE PHARMA DIVERSIFIE	83 478 654,90	0,20%	166 957,31
38	FR0010564260	PHARMA SELECTION - DV	36 051 327,00	0,11%	39 656,46
39	e-1. FCP R		15 754 670,00		311 693,40
40	FCP a Risque		11 864 670,00		237 293,40
41	FR0010036269	LFPI 1 FCP PARTS A	6 273 428,00	2,00%	125 468,56
42	FR0010036285	LFPI 1 FCP PARTS B	441 242,00	2,00%	8 824,84
43	FR0010313510	LFPI CROISSANCE FCP PART A	5 150 000,00	2,00%	103 000,00
44	Fonds commun de placement		3 870 000,00		74 400,00
45	FR0010685974	FLPPE A FCP	3 570 000,00	2,00%	71 400,00
46	FR0010831289	UNIGEST SEC.OPP.II A FCP 3DEC	300 000,00	1,00%	3 000,00
47	g. OPC oblig. UEM		1 865 141 695,63		2 262 426,27
48	ETF		16 972 250,00		33 944,50
49	FR0010174292	LYXOR ETF EUROMTS INFLATION	16 972 250,00	0,20%	33 944,50
50	Fonds commun de placement		1 148 977 253,66		1 445 230,59
51	FR0010337683	CADUCEE PHARMACIENS FCP	163 874 189,44	0,17%	278 586,12
52	FR0010585422	ECOFI TAUX FIXE 2013 I	18 150 501,60	0,30%	54 451,50
53	FR0010335125	FORTIS PHARMA OBLIG	175 484 642,72	0,11%	193 033,11
54	FR0010341883	INDOPHARMA OBLIG	219 419 299,44	0,11%	241 361,23
55	FR0010680223	NATIXIS INFLATION EURO I	14 277 984,00	0,45%	64 250,93
56	FR0010564294	PHARMA SELECTION - OE	127 397 010,64	0,11%	140 136,71
57	FR0010341925	PHARMA-PAROBLI	287 450 814,62	0,11%	316 195,90
58	FR0010338095	ROBECO-PHARMA-OBLIGATIONS	142 922 811,20	0,11%	157 215,09
59	OPCVM Contractuel		593 202 921,65		491 915,51
60	FR0010746958	HSBC PHARMA OBLIG GOUVERNEME	184 523 293,59	0,07%	129 166,31
61	FR0010588442	HSBC PHARMA OBLIGATIONS TAUX	229 652 125,95	0,08%	183 721,70
62	FR0010577601	SOGEPHARMA OBLIGATIONS FINANC	179 027 502,11	0,10%	179 027,50
63	Sicav		105 989 270,33		291 335,67
64	FR0010818849	GESTION OBLIGATAIRE TAUX VAR	69 923 000,00	0,13%	90 899,90
65	LU0167154417	PICTET FL) EUR SM TM BD I	30 322 151,44	0,50%	151 610,76
66	GB00B1XK5G42	THREADNEEDLE EURP HI YI BD I	5 744 118,89	0,85%	48 825,01
67	h. OPC oblig. intern		595 703 001,02		928 902,68
68	Fonds commun de placement		586 759 935,98		902 073,48
69	FR0010337535	CADUCEE OBLIG-INTER FCP	175 242 807,11	0,11%	192 767,09
70	FR0010734020	CPR PHARMA BASE CREDIT	55 736 100,00	0,35%	195 076,35
71	FR0010342246	INDOPHARMA OBLIMONDE	332 274 343,41	0,13%	431 956,65
72	FR0000993156	OBLIG INFLATION WORLD I	23 506 685,46	0,35%	82 273,40
73	Sicav		8 943 065,04		26 829,20
74	LU0227145629	AXA WF GB INFLAT I EUR CAP	8 943 065,04	0,30%	26 829,20
75	i-2. OPC oblig conv		81 534 868,56		253 426,07
76	Fonds commun de placement		76 499 672,13		193 003,72
77	FR0000436313	AXA EUROPE CONVERTIBLES (C)	4 837 332,40	0,76%	36 763,73
78	FR0000993503	MASTER TOP ECI 25 FUND	2 483 657,73	0,72%	17 882,34
79	FR0010564286	PHARMA SELECTION - OC	63 466 654,00	0,11%	69 813,32
80	FR0007380589	R CONVERTIBLES	5 712 028,00	1,20%	68 544,34
81	Sicav		5 035 196,43		60 422,36
82	FR0010725499	CPR CONVEXITE (C)	5 035 196,43	1,20%	60 422,36
83	j-1. OPC monétaire		685 357 380,54		1 159 722,42
84	Fonds commun de placement		625 012 936,89		1 039 033,54
85	FR0000985558	AVIVA INVESTORS MONETAIRE (C)	70 796 598,75	0,10%	70 796,60
86	FR0010554683	ECOFI 3 MOIS I	93 883 538,00	0,15%	140 825,31
87	FR0010213355	GROUPE PHARMA ENTREPRISES I	129 198 281,94	0,25%	322 395,70
88	FR0010529743	LBPAM TRESORERIE I	75 104 956,50	0,30%	225 314,87
89	FR0010238943	NATIXIS CASH EONIA I	34 428 954,56	0,12%	41 314,75
90	FR0010388904	SAINT GERMAIN TRESORERIE	33 749 439,50	0,10%	33 749,44
91	FR0010609115	UFG TRESORERIE I	80 928 518,94	0,12%	97 114,22
92	FR0000979825	UNION CASH	106 822 648,70	0,10%	106 822,65
93	Sicav		60 344 443,65		120 688,89
94	LU0136043634	SISF EURO LIQUIDITY C CAP	60 344 443,65	0,20%	120 688,89
95	j-2. OPC mon. dyna		188 627 529,09		391 218,95
96	Fonds commun de placement		138 481 238,89		285 941,38
97	FR0010759384	LBPAM EONIA 6-12 MOIS I	70 322 116,15	0,30%	210 966,35
98	FR0010564278	PHARMA SELECTION - MD	68 159 122,74	0,11%	74 975,04
99	Sicav		90 146 090,20		95 277,57
100	LU0159087930	FORTIS L FD SH TM EUR I CAP	90 146 090,20	0,19%	95 277,57
101	k. Fonds alternatifs		60 952 694,84		571 460,38
102	Fonds commun de placement		60 952 694,84		571 460,38
103	FR0010027664	CITCO PHARMA ALTERNATIF	2 907 236,20	0,60%	17 443,42
104	FR0010030015	CS PHARMA ALTERNATIF	722 247,00	0,50%	3 611,24
105	FR0000984379	EXANE GULLIVER FUND I	10 361 914,61	1,20%	124 342,98
106	FR0010442996	PHARMA ALTERNATIF	41 976 980,03	0,92%	386 188,22
107	FR0010772111	SGAM INVEST EUR ABSOLUTE RES S	4 984 317,00	0,80%	39 874,54
108	l. Trésor. circulante		102 661 466,68		131 641,95
109	Fonds commun de placement		6 498 611,08		16 246,53
110	FR0007480843	BNP PARIBAS LIQUIDITES EURO I	6 498 611,08	0,25%	16 246,53
111	Sicav		96 162 855,60		115 395,43
112	FR0010232298	BFT MONETAIRE	96 162 855,60	0,12%	115 395,43

Annexe 15 : Déontologie

1. LE REGLEMENT FINANCIER PREVOIT DES OBLIGATIONS DEONTOLOGIQUES MINIMALISTES

[1283] Le règlement financier comporte les dispositions suivantes relatives à la déontologie.

Tableau 131 : Dispositions du règlement financier relatives à la déontologie

4. Code de déontologie

Le code de déontologie reprend les obligations relatives à l'attitude de chacun des auteurs de la décision en interne (personnes sensibles).

Article 22 : Définition des personnes « sensibles »

Les personnes « sensibles » de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens comprennent les administrateurs et les salariés concernés par la gestion d'actifs mobiliers et immobiliers.

Les personnes « sensibles » doivent toujours agir au mieux des intérêts de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens et signaler tout fait suspicieux ou déontologiquement condamnable à leur hiérarchie ou à l'autorité compétente définie à l'article 25 du présent règlement financier.

Article 23. Rémunérations

Toute rémunération relative aux placements effectués pour le compte de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens est attribuée à la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens et non à l'un de ses représentants.

Article 24. Obligations déclaratives des personnes « sensibles »

Les personnes « sensibles » sont tenues de déclarer l'existence éventuelle de relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers avec lesquels la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens collabore directement ou indirectement à des fins de gestion de ses actifs.

Les personnes « sensibles » sont tenues de déclarer l'existence d'un bénéfice éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Article 25. Dépôt des déclarations

Toutes les obligations déclaratives sont déposées par écrit et portées à la connaissance de l'agent comptable ou, pour les déclarations le concernant au directeur. L'agent comptable établit un rapport annuel relatif à ces déclarations destiné au président et au conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Article 26. Organisation du dispositif de contrôle concernant la déontologie

Le bureau exécutif assume les responsabilités de déontologie au sein de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Les personnes « sensibles » membres du bureau exécutif ne peuvent participer à ses délibérations dès lors que leur situation personnelle est examinée.

Le bureau exécutif a tout pouvoir en matière de demandes d'informations complémentaires relatives aux obligations déclaratives des personnes « sensibles » en tant que de besoin.

Le bureau exécutif est habilité, après avoir recueilli les explications des personnes concernées, à saisir le conseil d'administration de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens.

Source : CAVP règlement financier

[1284] Ces obligations sont au minimum de ce qui peut être attendu :

- Interdiction aux représentants de la caisse de se voir verser des rémunérations ;
- Obligation de « *déclarer l'existence éventuelle de relations financières, commerciales ou actionnariales avec des organismes ou des tiers avec lesquels la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens collabore directement ou indirectement à des fins de gestion de ses actifs* » ;
- Obligation de « *déclarer l'existence d'un bénéfice éventuel de la location d'un bien immobilier, propriété directe ou indirecte de la caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens* » ; ce type de bénéfice n'est pas interdit ;

[1285] Le règlement ne définit pas les limites déontologiques à des situations courantes comme les invitations à des déjeuners, des soirées, des séminaires ou des voyages. Il ne fixe pas plus de limite aux cadeaux qui pourraient être proposés.

[1286] Rien n'est dit des conséquences éventuelles pour quelqu'un qui enfreindrait ces dispositions.

[1287] Le bureau exécutif, dont les prérogatives ne sont pas précisément fixées, est en charge de la déontologie alors qu'il est le principal organe décisionnel en matière de placement. Il serait plus pertinent de confier ce sujet à un comité autre du conseil d'administration par exemple un comité d'audit.

2. SA MISE EN ŒUVRE NE L'EST PAS MOINS

[1288] La mission a examiné la liste des personnes sensibles qui n'appelle pas d'observations.

Tableau 132 : Liste des personnes sensibles fonctions

	En charge directe des placements
Directeur	X
Directeur adjoint	X
Directeur des investissements	X
Secrétaire général	
Directeur des systèmes d'information	
Agent comptable	
Responsable du service comptabilité	
Chargé d'études financières	X
Gestionnaire du patrimoine immobilier	
Chargée de gestion immobilière	
Assistant de gestion technique maintenance immeubles	

Source : Rapport agent comptable mars 2012

[1289] Elle a eu accès au classeur comportant les déclarations des administrateurs pour la seule année 2011 et non 2006 à 2011 comme demandé. Pour cette année sur 64 personnes incluant les suppléants, tris n'ont pas répondu, exclusivement des suppléants. Aucune déclaration de conflit n'est spontanément faite. Vu le caractère formel de cette déclaration la mission n'a pas relancé la caisse pour obtenir les déclarations des années antérieures.

[1290] La mission a demandé un relevé des cadeaux reçus par les agents de la caisse : il lui a été fourni des listes correspondant apparemment uniquement aux cadeaux de fin d'année comportant essentiellement des bouteilles de vin et d'alcool (dont la valeur n'est pas indiquée) pour une partie redistribuée au personnel et pour l'autre conservée par le destinataire.

- [1291] La mission a demandé pour l'année 2011 la liste des séminaires (date et lieu) et voyages faits par les personnes sensibles, financés de manière directe ou indirecte par un prestataire réel ou potentiel de la caisse. **Il ne lui a été répondu que pour trois des quatre personnes ayant à connaître des placements qui figurent sur la liste des onze personnes sensibles.**
- [1292] Il lui a été fourni une attestation du directeur adjoint indiquant cette année là n'avoir participé à aucun séminaire ou voyage d'étude organisé par les partenaires de la CAVP à l'égard de leurs clients. Il n'a pas été répondu pour le chargé des affaires financières.
- [1293] Le directeur a déclaré un séminaire organisé à SEVILLE du 10 juin au 12 juin 2011. A la demande du programme du séminaire il a été fourni l'attestation et le document figurant en pièces jointes. Celui-ci montre que l'existence d'une présentation d'un maximum de trois heures de caractère très général et pour le reste un séjour touristique pendant la feria de Séville dont le programme n'est pas fourni, le financement de la prolongation à titre privé n'est pas documenté.
- [1294] Le directeur des investissements a déclaré un séminaire M&G à Londres du 27/01 au 28/01 et un séminaire CAAM « en Inde » du 30/03 au 3/04 soit, compte tenu du voyage fait le mercredi soir du jeudi au samedi soir. Ce séjour comporte les principaux évènements suivant

Tableau 133 : Séminaire CAAM Emploi du temps

Jour		Heure	RV
Jeudi 31	Mumbai	9h -12 h	Visite guidée de Mumbai
		12H30 615H (lunch time)	Reliance industries limited
		16 H-18H	HDFC Bank
		19H30 diner	Attaché financier
Vendredi 1 ^{er} avril	Dehli	12h00 15 H00	Moser Baer
		19 h – 20 h	Meeting Cam Gestion
Samedi 2 avril	Agra	Visite Taj Mahal et fort puis retour Dehli	

Source : Document CAVP

- [1295] Il nous a été par ailleurs fourni par mail du 6 juillet 2012 une note sur les trois entreprises rencontrées. La lecture des propriétés du document montre qu'il s'agit d'un document établi en décembre 2010 par la société GL Events, modifié le 5/7/2012. Les éléments propres à la caisse ne consistent que dans le relevé des rendez vous et n'apportent aucune information sur l'intérêt des entreprises visitées.
- [1296] Il n'a pas été répondu à la question de savoir si ce sujet est abordé lors des entretiens annuels d'évaluation s'ils existent. La mission en déduit que ce n'est pas le cas et que ce sujet n'est pas traité lors de cet entretien.
- [1297] **Au total, compte tenu des modalités de choix des gestionnaires de fonds qui font largement part à la personnalité des gérants et à des appréciations qualitatives portées sur leur gestion, de la faible supervision du niveau des frais que ceux-ci facturent, la mission estime que les risques inhérents liés à des liens particuliers avec des gérants sont plus élevés à la CAVP que dans un contexte de gestion plus maîtrisé.**
- [1298] Il apparaît nécessaire à la mission de mieux définir dans le règlement financier le contenu des conflits d'intérêt et de définir des règles pour les pratiques pour lesquelles les sollicitations sont courantes (cadeaux, voyages)

Recommandation n°83 : Définir le contenu des conflits d'intérêt et définir des règles précises pour des sollicitations courantes de la part des fournisseurs (valeur maximale des cadeaux acceptés, règles de redistribution interne...)

[1299] Par ailleurs même si l'argument est souvent avancé selon lequel l'importante rémunération des personnes concernées prémuni les principaux dirigeants contre l'effet potentiel de cadeaux importants, la mission estime néanmoins nécessaire au minimum d'interdire les voyages et séminaires qui sont en réalité d'agrément et de ne retenir que ceux ayant un réel contenu professionnel. La mission comprendrait que cette interdiction soit totale et que la formation continue des agents de la caisse soit assurée par des organismes rémunérés pour ce faire.

Recommandation n°84 : Interdire les voyages et séminaires à caractère non professionnel

Recommandation n°85 : Définir de manière précise les obligations déontologiques pour des sujets courants comme les voyages séminaires et invitations de toute nature

Recommandation n°86 : Confier la responsabilité de la déontologie à un comité du conseil (comité d'audit) et non au bureau exécutif

3. L'APPLICATION DE L'ARTICLE 21 DE LA LOI DE FINANCEMENT DE LA SECURITE SOCIALE POUR 2011 POURRA AIDER LA CAISSE DANS CETTE EVOLUTION

[1300] L'article 21 de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 stipule 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".

[1301] Cette disposition s'applique, quelle que soit la forme de la rémunération (bons, cadeaux, invitations, voyages...) et que son objectif soit mesurable ou pas (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 même prélèvements qu'un salaire.

[1302] 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.

[1303] **L'obligation d'information de la caisse que prévoit ce texte va lui permettre 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°87 : Intégrer l'impact de l'article 21 de la LFSS pour 2011 dans le dispositif déontologique de la caisse

Annexe 16 : Le suivi des frais de gestion des fonds détenus par la caisse

[1304] La mission a audité la manière dont la caisse détermine et suit les frais de gestion des fonds dans lesquels elle investit. Elle conclut de ses investigations que **la détermination et le suivi de ces frais constituent une risque de contrôle interne d'un niveau élevé et nécessite une action importante de la caisse.**

1. LE MONTANT DES FRAIS DE GESTION DES FONDS DEDIES ET LES MODALITES DE LEUR CONTROLE SONT A PRECISER DE MANIERE FORMALISEE

[1305] Deux documents définissent les frais que va supporter la caisse dans la gestion des fonds dédiés : la convention passée avec le gestionnaire d'une part, le prospectus du fonds d'autre part. Le prospectus peut être annexé à la convention ce qui le fait directement entrer dans le dispositif contractuel...

[1306] Les conventions examinées définissent une commission de gestion, parfois des clauses de surperformance mais ne prévoient pas explicitement le montant des commissions de souscription et de rachat. Elle prévoit généralement que la commission est directement « provisionnée à chaque calcul de valeur liquidative, sur la base de l'actif net du fonds » et « prélevée directement sur le compte espèces du fonds. Elle comprend les honoraires du commissaire aux comptes, les frais de dépositaire, la commission liée à la gestion administrative et comptable. **Aucune autre rémunération, non acceptée contractuellement par la CAVP, hors éléments précités ne pourra être prélevée**⁸³». Cette dernière phrase conduit selon la caisse à ce que celle-ci ne paie de commissions de souscription ou de rachat.

[1307] Avec des exceptions (une constatée sur l'échantillon à l'occasion d'une investigation spécifique mais pas d'audit général de ce point), le prospectus des fonds prévoit des commissions d'acquisition et de cession mais ne précise pas explicitement qu'elles ne s'appliquent pas à la CAVP.

[1308] Cette disposition montre l'importance des conventions puisque, dans la mesure où elles sont prévues, dans le prospectus sans elles le seul prospectus de la société de gestion permettrait à celle-ci de prélever des commissions. Elle est aussi ambiguë car dans la mesure où le prospectus est lui aussi un document contractuel car il est annexé à la convention.

Recommandation n°88 : Préciser explicitement dans la convention et dans les prospectus qu'il n'y aura pas de commissions d'acquisition et de cession

[1309] La caisse a indiqué à la mission qu'

- « *Aucun de nos fonds dédiés ne supporte de commissions de souscription ou de rachat applicables à la CAVP comme cela est prévu dans les conventions* » ;
- « *dans le cas où une commission serait prise par erreur, elle serait immédiatement détectée par le service financier. Lorsque le service financier passe un ordre (via le système apollo de CACEIS) de souscription ou de rachat, le jour du débit en compte la VL utilisée pour le calcul du débit est rapprochée de la VL publiée. Si une différence est constatée, ils contactent la société de gestion pour connaître les raisons d'un tel décalage et faire annuler les frais indus (cf classeur : BFT Monétaire, 20^e de commission prise par erreur)* ».

⁸³ Source Convention Fonds LYXOR Pharam Alternatif

[1310] « Le service comptabilité n'effectue pas de contrôle s'agissant des frais des fonds dédiés. Les frais de gestion de nos OPCVM sont stipulés en annexe de chacune de nos conventions de gestion. Un commissaire aux Comptes est nommé à partir d'une liste validée par la CAVP. Le CAC est responsable du contrôle du fonds dédié et est rémunéré par la CAVP, afin entre autres, de vérifier que les frais de gestion perçus par la société de gestion sont conformes à la convention. A l'issue de ce contrôle annuel un rapport nous est transmis ainsi qu'à notre commissaire au Compte. A ce jour, nous n'avons jamais relevé dans les rapports d'anomalies sur le calcul des frais de gestion ».

[1311] Aucune procédure n'assure que les rapports des CAC sont effectivement exploités sur ce point d'une part, il n'est pas non plus démontré que la conformité aux conventions de gestion soit effectivement audité par les CAC d'autre part.

Recommandation n°89 : Formaliser les procédures de contrôle interne portant sur les frais de gestion des fonds dédiés en précisant de manière générale la nature des vérifications demandées aux commissaires aux comptes de ces fonds et les contrôles opérés par la caisse et l'auditeur financier sur ces points.

2. EXPLOITATION DU TABLEAU DES FRAIS 2009

[1312] La mission a exploité le tableau des frais 2009 qui lui a été fourni par la caisse document joint à l'annexe qui porte sur **78 fonds**. Ce tableau montre pour une même catégorie de produits des variations entre les frais particulièrement élevées :

- Pour les OPC d'actions de l'UEM les frais de gestion varient entre 0,11 et 1,8% soit dans un rapport de 1 à 16 ;
- Pour les OPC d'actions internationales les chiffres sont respectivement de 0,11% et 1% soit de un à 9 ;
- Pour les OPC d'obligations de l'UEM de 0,11 à 0,85% soit dans un rapport de 1 à 7,7 ;
- Ou même de 1 à 3 pour des produits pourtant classiques comme les OPC monétaires.

Tableau 134 : Frais de gestion par grandes catégories de placement

	Moyenne	Minimum	Maximum	Rapport min/max
Total global	0,19%			
b. OPC actions UEM	0,39%	0,11%	1,80%	16,4
ETF	0,25%	0,25%	0,25%	
Fonds commun de placement	0,35%	0,11%	1,80%	16,4
Sicav	1,26%	1,00%	1,75%	1,8
c. OPC actions. Internationales	0,21%	0,11%	1,00%	9,1
d. OPC diversifiés	0,20%	0,11%	0,25%	2,3
e-1. FCP R	1,98%	1,00%	2,00%	2,0
g. OPC obligations UEM	0,12%	0,11%	0,85%	7,7
Fonds commun de placement	0,13%	0,11%	0,45%	4,1
OPCVM Contractuel	0,08%	0,07%	0,10%	1,4
Sicav	0,27%	0,13%	0,85%	6,5
h. OPC obligations. internationales	0,16%	0,11%	0,35%	3,2
i-2. OPC obligations convertibles	0,31%	0,11%	1,20%	10,9
j-1. OPC monétaires	0,17%	0,10%	0,30%	3,0
j-2. OPC monétaires dynamiques	0,20%	0,11%	0,30%	2,7
k. Fonds alternatifs	0,94%	0,50%	1,20%	2,4
l. Trésorerie. Circulante	0,13%	0,12%	0,25%	2,1

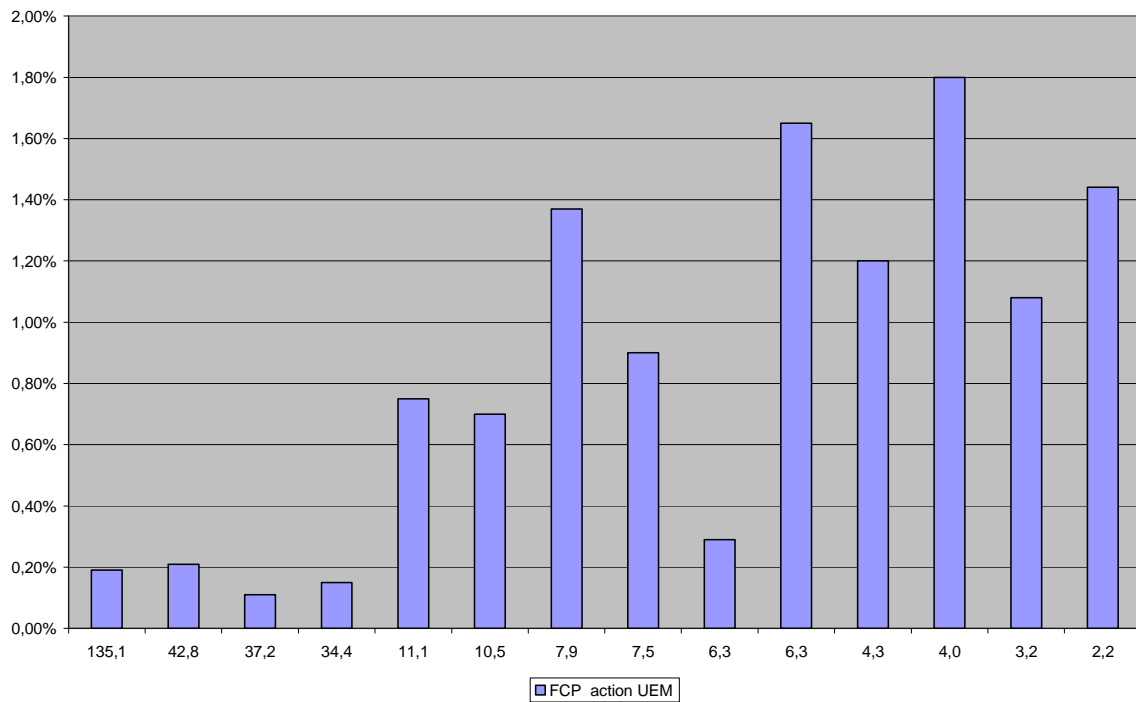
Source : Tableau de suivi CAVP 2009

[1313] Le niveau moyen des frais acceptés est aussi globalement élevé on notera en particulier un niveau moyen de 0,94% de l'actif pour les fonds alternatifs.

[1314] L'analyse de la répartition des frais selon le montant des actifs gérées dans les catégories où le nombre de fonds est assez important montre assez naturellement des frais moindres pour ceux dont les actifs sont les plus importants. Elle montre aussi des variations fortes au sein des fonds de plus petite taille. Ces éléments étayent l'existence de facteurs de risques dans la sélection des gestionnaires en particulier s'agissant des fonds de petite taille aux frais élevés.

[1315] Le phénomène est particulièrement notable pour les FCP actions UEM

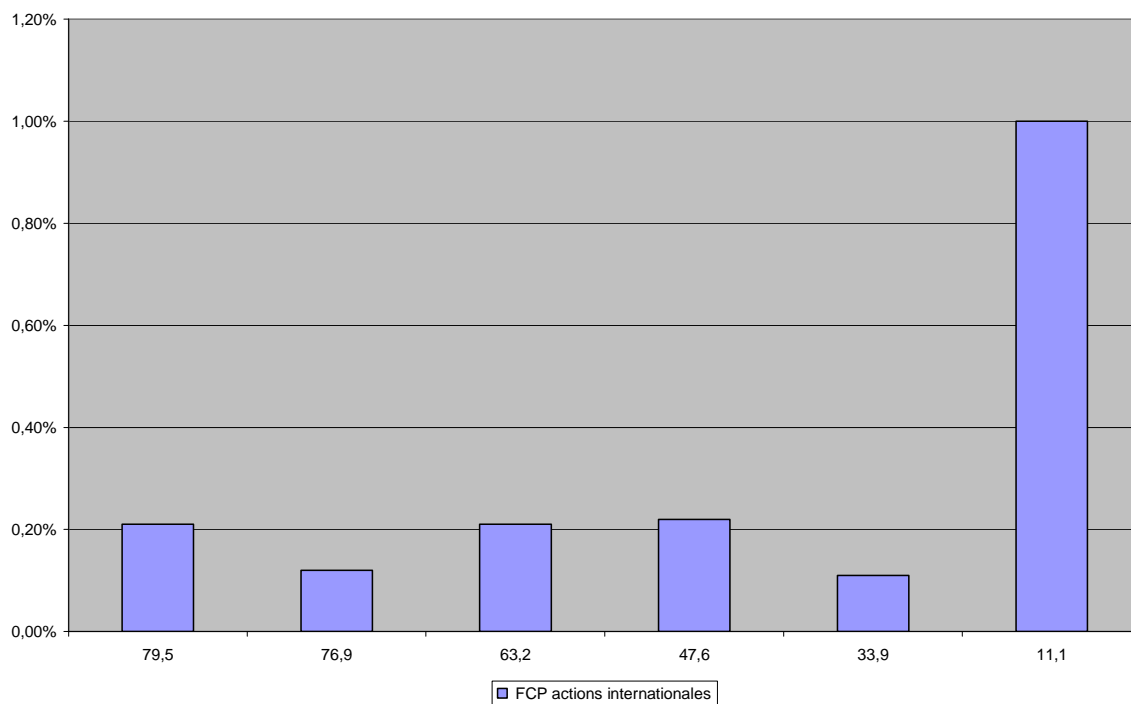
Graphique 87 : Frais de gestion en % des FCP actions UEM par montants décroissants de l'actif géré



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré

[1316] Il l'est moins pour les FCP actions internationales.

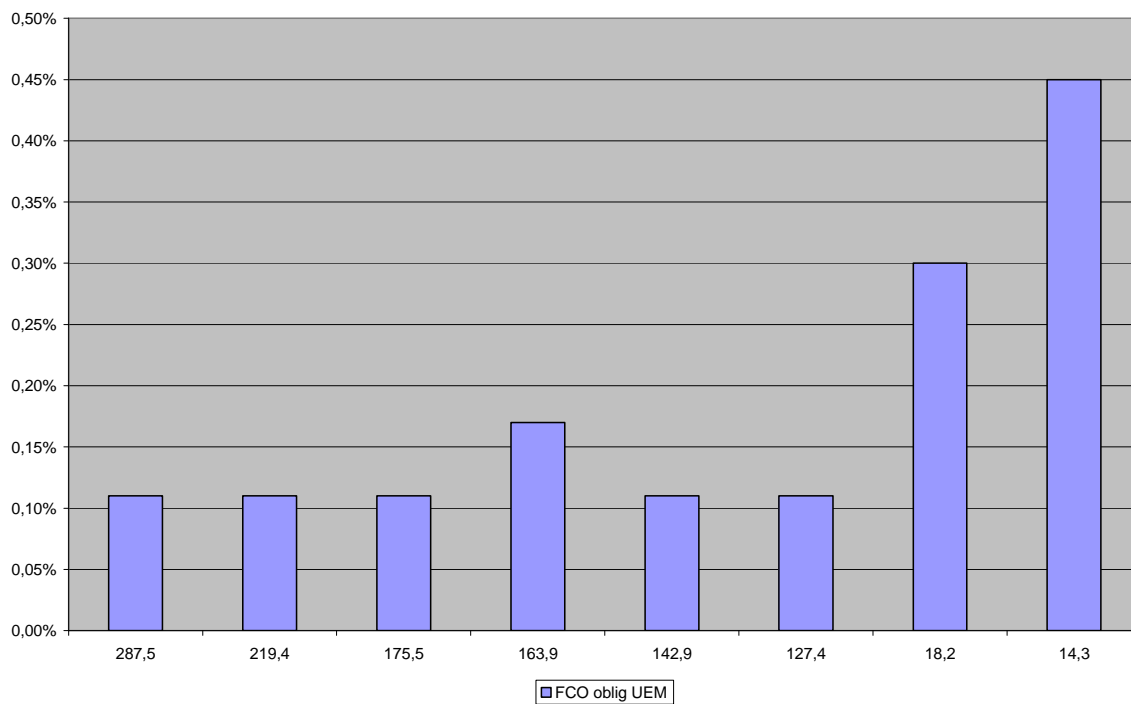
Graphique 88 : FCP actions internationales



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré

[1317] Mais de nouveau notable pour les FCP d'obligations UEM.

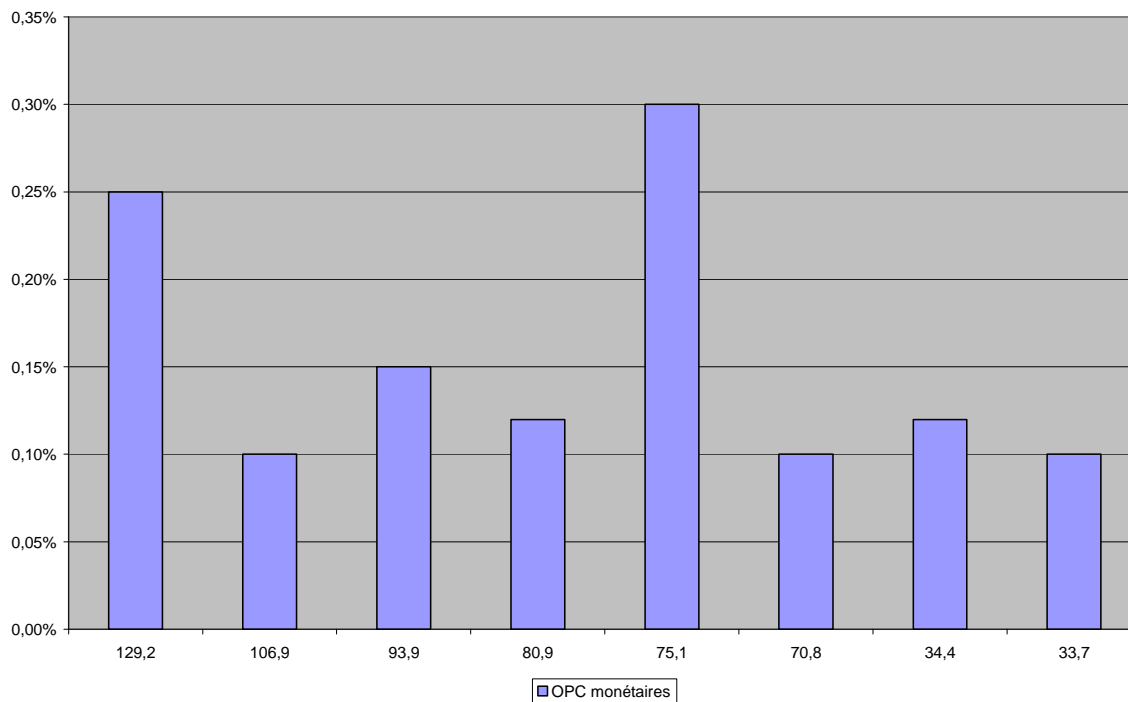
Graphique 89 : FCP Obligations UEM



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré

[1318] Les OPC Monétaires présentent un profil particulier car les frais sont proches sauf pour le plus important et un fonds intermédiaire. On notera que les rendements d'OPC strictement monétaires sont faibles et que les frais consentis sont de nature à réduire sensiblement le rendement net de frais.

Graphique 90 : OPC Monétaires



Source : Exploitation IGAS tableau CAVP en abscisse le montant de l'actif géré

